

财务柔性对制造业企业绩效的影响分析

吕叶萍

(商丘工学院, 河南 商丘 476000)

摘要: 当前, 我国已经步入经济新常态时期, 新技术不断被研发, 新产品不断被创造, 大量的创新和投资机会涌现, 这意味着公司将处于更加复杂的经营环境当中。公司的财务状况能否应对复杂多变的经营环境, 便显得十分重要。财务柔性是指公司通过内部融资、股权融资和负债融资的方式改变现金流量金额, 进而满足资金需求的能力。本文将中国2010-2020年制造业上市公司作为研究样本, 研究了财务柔性对企业绩效的影响, 研究发现: 财务柔性对企业绩效具有正向促进作用。

关键词: 财务柔性 经营环境 企业绩效

DOI: 10.12319/j.issn.2096-1200.2022.29.40

一、引言

公司所处的市场经营环境存在着各种变数, 充满财务风险的环境很可能会阻碍公司的发展, 公司要想在外部不利冲击面前具有选择的权利, 并且增强选择的灵活性, 可以通过储备财务柔性来实现。因此, 财务环境的变化、不完美市场带来的摩擦是公司想要储备财务柔性的动因。当前, 我国正处于经济快速发展时期, 大量的创新和投资机会涌现, 这意味着制造业上市公司将处于更加复杂的经营环境当中。增强制造业竞争优势, 推动制造业效益的提升愈加重要。因此, 公司的财务状况能否应对复杂多变的经营环境是值得关注的。对企业绩效进行评价有利于公司根据自身财务状况进行相关决策, 能够帮助公司提升自身的竞争优势。财务柔性反映了公司结合自身情况合理融资的能力, 因此, 企业绩效会受到财务柔性的影响。作为影响企业绩效的因素, 财务柔性在一定程度上可以帮助公司更好的应对环境变化、提升综合实力^[1]。

二、文献综述

一些学者指出财务柔性会对企业绩效产生积极影响。Bulan和Subramanian (2009) 提出财务柔性的维持, 可通过利用储备的现金、剩余借贷的能力来实现, 且这两种方式均能使企业的投资水平得以提高, 并进而使经营绩效得以提升。王满等 (2015) 提出财务柔性前期的充足储备可以使公司价值得到显著的提升, 且该提升作用在公司所处环境不确定性越大时表现的越明显。Otlivanska (2017) 对跨国公司研究发现, 提高财务柔性的储备水平可以提升公司绩效。Annalisa等 (2017) 研究发现财务柔性较高的公司可以在面临不利冲击时, 收购被低估的资产、筹集较低成本的

资金, 进而改变企业绩效。郑琼娥等 (2018) 研究发现公司的研发活动会被财务资源所限制, 而保持财务柔性能够提升公司的创新绩效, 通过深入研究发现高新技术公司储备财务柔性对创新绩效的作用更加显著。王文华和毛月仙 (2020) 结合动态能力的中介作用, 研究得出高新技术企业的创新绩效会被财务资源柔性和协调柔性所影响, 且协调柔性的影响作用表现的更明显, 也更依赖于动态能力。童红霞 (2021) 研究发现财务柔性可以缓解市场的不利因素给公司财务带来的冲击, 能够使公司价值得到显著提升, 且当环境不确定性程度较高时, 财务柔性对企业价值的提升更有利^[2]。

但也有一些学者发现财务柔性与企业绩效呈近似“倒U型”关系。张巍巍 (2016) 探究了财务柔性对企业绩效的影响, 结果表明该影响具有区间效应, 且发现融资约束在两者之间具有正向的调节作用。姚禄仕和陈宏丰 (2017) 研究发现财务柔性与企业价值之间呈现“倒U型”关系, 并发现不确定性因素越多, 储备财务柔性对企业价值的作用效果越明显, 并且在区间效应上, 出现拐点的数值越大。杨柳等 (2019) 研究发现财务柔性与企业绩效并不存在线性相关关系, 而是呈现“倒U型”, 即表现出先增长、后下降的趋势^[3]。

三、理论分析与研究假设

储备财务柔性相当于获得了适应环境变化的财务资源和能力, 这些资源和能力是公司在面对不利冲击时进行财务战略调整的物质基础, 有助于改善公司的非效率决策行为。财务柔性对企业绩效的影响路径有以下几个方面: 第一, 提高公司进行决策的主动性, 抓住投资机会。第二,

增强公司面对财务风险的能力，抵御不利环境冲击。第三，储备财务柔性可以更好的利用公司的资本结构，进而减少融资成本。第四，储备财务柔性可以提升企业的创新效率^[4]。

根据上述分析，本文提出以下假设：

假设1：财务柔性对企业绩效具有正向促进作用。

四、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文将中国2010-2020年制造业上市公司作为研究样本，研究了财务柔性对企业绩效的影响。本文所需数据来自国泰安数据库，且为了保证研究数据的可靠性，选用Stata14.0、Spss26.0和Excel对数据进行了以下处理：（1）剔除ST类企业；（2）剔除资产周转率、资产负债率为负值的企业；（3）剔除未进行全面披露财务关键指标的企业；（4）考虑到最值会影响到实证的结果，本文对变量进行了上下1%分位数的缩尾处理^[5]。

（二）研究变量

1.被解释变量。本文将企业绩效（N）作为研究的被解释变量。从财务报表的角度看，企业的经营成果一般表现为偿债、盈利、营运和发展能力，根据这四大方面各选取3个指标，选取了两个短期偿债指标（流动比率、速动比率）和一个长期偿债指标（资产负债率）对企业的偿债能力进行衡量；选取了净资产收益率、资产报酬率和每股收益，对企业的盈利能力进行评价；选取了总资产周转率、流动资产周转率和应收账款周转率，对企业的营运能力进行测度；选取了总资产增长率、营业收入增长率和净利润增长率，对企业的发展能力进行度量；即共选取了12个指标进行因子分析来衡量企业绩效。通过这种方式得到的衡量结果比较客观全面，因此，本文选择因子分析法对企业绩效进行综合衡量。

2.解释变量。本文将财务柔性（FF）作为解释变量。财务柔性是公司面临现金困境时的一种调整能力，储备较高的财务柔性可以帮助公司在急需资金时进行快速调整，可以帮助公司在面临投资机遇时提高效率。参考曾爱民等（2011）的做法，对财务柔性用以下方法进行衡量：财务柔性=负债融资柔性+现金柔性，其中负债融资柔性= $\max(0, \text{行业平均负债比率}-\text{公司负债比率})$ ，现金柔性= $\text{公司现金比率}-\text{行业平均现金比率}$ ，即说明现金比率高出行业平均现金比率时，公司具有现金柔性，否则不具有现金柔性。

3.控制变量。影响企业绩效的因素有很多，本文综合选取了能够反映公司财务状况、成长情况和公司治理的七项

指标作为控制变量。

（1）财务杠杆（Lev）。本文采用刘名旭等（2019）的做法将资产负债率作为财务杠杆的衡量指标，它能够反映出公司因借债所得的资产占资产总额的比例。

（2）公司规模（Size）。公司的规模不同，企业绩效自然也就不同，大规模的公司人力财力充足，能够拥有更多的机会进行研发创新，从而提升竞争力和企业绩效。本文借鉴沈萍（2020）用资产总额的对数来衡量公司规模，并选择公司规模作为一个控制变量。

（3）股权集中度（Top5）。股权集中意味着大股东掌握控股权，其他股东很难拥有对公司经营做出决策的权利。本文参考郑红（2021）选用前五大股东持股比例来衡量股权集中度，当持股比例较高时，可能意味着大股东们为了自身的利益加强监管。

（4）市账比（Mtb）。上市公司在股票市场中的表现会在一定程度上影响公司绩效，上市公司的市账比等于股权市值与账面价值的比值，其中账面价值反映的是历史成本，这就是说市账比实际上就是公司在市场中的价值相对于成本之间的比较。本文参考丁汀（2020）选取了市账比（Mtb）作为控制变量。

（5）产权性质（Soe）。性质不同的公司，其发展方式和经营管理理念也会有所差异。国有企业的经营目标通常不是利润最大化，而是社会整体的福利最大化，由于过多的承担社会责任，会在一定程度上弱化国有企业的经营效率。因此，本文参考宋蔚蔚等（2021）把产权性质作为控制变量之一，且上市公司为非国有控股时，赋值为0，否则，赋值为1。

（6）成长性（Growth）。成长性是指公司不断增值的能力，既包括公司长期的获利能力，也包括公司资产的增值能力。因此，成长性会在一定程度上影响企业绩效。本文参考田祥宇等（2018）选取了营业收入增长率来衡量成长性，将成长性（Growth）作为控制变量之一。

（7）股票收益率（Ret）。股票收益率（Ret）这一指标能够反映公司股票收益的水平。一般而言，投资者往往在购买股票或债券时，最关心能够从中获得多少收益，这就意味着股票收益率在一定程度上会影响到公司的企业绩效。所以，本文参考王爱群等（2016）选择了股票收益率（Ret）作为一个控制变量。

（三）研究模型

针对假设1，建立了模型（1）。通过假设1的提出过程分析得到，财务柔性可能对制造业企业绩效具有正向的促

进作用，因此，预期财务柔性与企业绩效的回归系数为正。

$$N = \beta_0 + \beta_1 FF + \beta_2 Lev + \beta_3 Size + \beta_4 Top5 + \beta_5 Mtb + \beta_6 Soe + \beta_7 Growth + \beta_8 Ret + c + \varepsilon \quad (1)$$

五、实证分析

为了对研究假设进行验证，本文通过回归分析，探讨了财务柔性对企业绩效的影响，结果如表5-1所示：

表5-1 关于总样本的回归分析

Var	模型一 (N)
	全样本
FF	1.428*** (0.274)
Lev	-0.928*** (0.319)
Size	0.455*** (0.041)
Top5	1.240*** (0.265)
Mtb	0.433*** (0.033)
Soe	-0.463*** (0.084)
Growth	3.369*** (0.119)
Ret	0.917*** (0.075)
_cons	-8.106*** (0.890)
Adj-R2	0.160
Obs	8696

对模型一进行回归，是对财务柔性（FF）和企业绩效之间的关系做了进一步的验证。通过模型一的回归结果可以看出，调整后的R²值为0.160，这表明模型一的拟合程度是可以接受的。财务柔性可以增强公司面对未知事件的能力，可以给公司在不断变化的环境中提供有效的缓冲带。财务柔性与企业绩效的回归系数是1.428，并且在1%的水平上显著正相关，这表明公司储备财务柔性能够正向促进企业绩效的提高。回归所得的结论与假设1保持一致，这说明企业绩效的提高可以通过储备财务柔性进行改善。

模型一的控制变量中，财务杠杆（Lev）与企业绩效在1%的水平上显著负相关，即财务杠杆越高说明企业目前的资金来源属于所有者投入的越少，同时这也表示企业的筹资依赖于债务方式，企业面临着较高的财务风险。公司规模（Size）与企业绩效的回归系数为0.455，两者之间显著正

相关，公司规模逐渐变大是产业链演变的一种趋势，同时也是公司竞争产生的必然结果，这也表明公司规模作为企业绩效的载体，会正向促进企业绩效的提高。股权集中度（Top5）的系数为正，说明公司拥有较为集中的股权结构能够减弱控制权与所有权相分离而造成的代理问题，这就意味着适当提高股权集中度可以实现其他股东监督大股东的行为，甚至能够牵制大股东做出的不合理决策，从而保证企业绩效。市账比（Mtb）的回归系数为0.433，在1%的水平上显著，说明市账比对企业绩效有积极的影响，市账比是公司的投资市场价值相对于成本的比较，市账比高意味着公司能够有效创造股东应有的价值，公司也可以通过市账比进行投资分析，帮助辨别投资风险，进而提升企业绩效。产权性质（Soe）的系数为负数，说明相比国有公司而言，非国有公司企业绩效提升的更明显。成长性（Growth）可以衡量公司的经营状况，其回归系数为3.369，且在1%的水平上显著，这意味着成长性越好的公司，其经营业务拓展能力越强，即表明成长性能够正向促进企业绩效的提升。股票收益率（Ret）的回归系数为0.917，说明公司的股票收益率越高，越能促进公司的企业绩效。

六、结语

本文以我国制造业上市公司为样本，研究了财务柔性对企业绩效的影响。通过实证研究发现：财务柔性对企业绩效具有正向促进作用。财务柔性是提升企业绩效的坚强后盾，可以增强抵御提升企业绩效过程中所带来的不确定性，同时能够减少融资约束，并且储备了财务柔性的企业通常面对风险的能力更强。

参考文献

[1]王满,许诺,于浩洋.环境不确定性、财务柔性于企业价值[J].财经问题研究,2015(06):130-137.
 [2]郑琼娥,雷国铨,许安心.经济政策不确定性、财务柔性与企业创新绩效的实证[J].统计与决策,2018,34(18):164-167.
 [3]王文华,毛月仙.财务柔性影响企业创新绩效吗——基于动态能力的中介作用[J].财会月刊,2020(21):46-53.
 [4]董红霞.财务柔性、非效率投资与上市公司企业价值关系研究[J].预测,2021,40(01):31-37.
 [5]张巍巍.融资约束、财务柔性与公司绩效[J].财经问题研究,2016(06):102-109.