

企业财务流动性管理策略

——以格力电器为例

容少华 王 莹

财务流动性是指满足企业预期的和意外的现金需求而获取现金的能力。获取现金的能力有三条路径：资产出售、外部融资和资产债务重组。财务流动性不畅，轻则触发企业成本之痛，重则引爆企业破产之灾。行业不同，对流动性的要求和管理也不同。任何企业对流动性管理都不能掉以轻心。在空调制造领域，格力电器独树一帜，其财务流动性管理值得品味和学习。

一、资产结构配置

资产分为流动性资产与非流动性资产。流动性资产的波动性大，交易成本低，短期内可持续产生现金流，是企业陷于财务困境时首选的资金来源。其性质和作用决定了流动资产的管理必须着眼于资产周转与成本控制，无论是战略层面的供应链管理，还是策略层面的季节性销售，资产周转与成本控制挥之不去。非流动性资产是增加企业产品服务价值的核心能力，交易成本较高，具有长期性、战略性的产能作用，因此非流动性资产管理必须是战略的、长期的，管理核心是经营现金流和资本成本。战略决定结构，企业战略不同，资产结构迥异。

从财务流动性内涵来看，资产流动性不等同于财务流动性，财务流动性的

核心在于获取现金的能力。资产流动性只能说是财务流动性来源之一，财务流动性的另一面是潜在的流动性需求。为了有效应对财务流动性，调整资产结构，保持足够的、结构性的流动性缓冲不失为一种管理策略。

直接服务于流动性缓冲的是企业现金持有量，满足交易动机、预防动机、投机动机和降低代理成本的需要。企业规模不同，满足经营所需的现金持有量也不一样，可以用相对数——现金/资产来衡量企业现金持有量。现金/资产就是资产的含金量。资产含金量高，一旦市场出现转机，就可以抢占先机；一旦市场出现危机，就可以坦然应对、度过严冬。

从家电行业2001~2010年的资产结构来看，流动资产/资产大都保持在55%~70%的水平上，而格力电器最低75.58%（2008年），最高88.77%（2001年），成为行业流动资产配置较高的企业。这样高的流动资产结构是由格力电器的企业战略所决定的。格力电器专业生产空调，依靠技术创新和品牌营销推动企业成长。这种集约化非流动性资产的企业战略，可以有效节省和压低非流动性资产投资，降低设备老化和更新成本，减少经营风险。高的流动资产配置可以冲淡高的资产负债率的负面影响，为财务运作打开方便之门。

流动资产/营业收入的含义是每销售1元钱需要多少流动资产的支持，比值越高，经营越保守。在流动资产的管理上，海尔和美的采用了激进的管理策略。2001~2010年，海尔和美的流动资产/营业收入位于25%~35%之间，处于行业低端。格力电器流动资产/营业收入位于50%~100%之间，处于行业中端，属于中庸的流动资产管理策略，与格力电器高的流动资产结构配置相呼应。

现金是流动性最高的资产，2001~2010年，格力电器的现金/资产比率最低为4.76%（2004年），最高达44.45%（2009年），两者相差约10倍之多，波动巨大。资产含金量受多重因素影响，从现金资产与现金流量表的内在关系就能窥见一斑。相关研究资料显示，在正常经营条件下，企业现金/资产一般保持在5%~10%之间比较合理。2004年格力电器现金/资产为4.75%，与其发展战略有关。2004年格力电器收购了部分供应商和小家电制造企业，消耗了大量现金储备。2005年股改和对管理层激励，使得格力电器现金/资产仍在低位徘徊。2005~2007年，如果格力电器净利润年增长达10%，公司高层可按每股净资产价格每年获得713万股公司股票。显然，公司治理影响了公司的成长，也改变了公司的现金持有量。

二、现金周转模式

营运资本管理的核心在于管好现金、应收账款、存货和商业信用。要发挥营运资本的潜能需要整合资源,形成合力。整合的方法就是现金周转模式,通过存货周转、应收账款周转和应付账款周转,现金周转模式将资产负债表和利润表连接起来,将企业采购生产、渠道分销、现金回收和商业信用整合起来,双管齐下,从经营政策和财务政策管理和控制财务流动性。

企业经营政策涉及存货和应收账款管理,而企业财务政策则作用于商业信用和应收账款控制,企业日常现金管理策略就是加速收账和延迟付款。这方面格力电器表现得最为突出。2001~2010年间,格力电器将应收账款周转天数压得比较低,最短7天,最长24天。同时,应付账款周转天数比较高,最短92天,最长199天。

现金周转模式只是从营运资本的核心层面管理企业财务流动性,并不包括应收票据、应交税费之类的其他营运资本的管理。格力电器的现金周转期为负数表明核心营运资本完全依赖商业信用融资,从存货和应收账款与应付账款之比就可以得到佐证。2002年格力电器存货加上应收账款只占应付账款的38%,此时,现金周转期达到了创纪录的-121天。从现金周转模式的内部结构来看,格力电器在销售方面的成功似乎好于存货流程管理。应收账款周转期的总趋势是向下,已靠近现金销售的边缘,进一步下调的空间有限。存货周转至少有2个月的改善期。如果说应收账款周转涉及公司外部——经销商的财务状况的话,那么存货周转的主动权应掌握在公司手里,涉及公司内部管理运作,需要一招一式的真功夫。

格力电器的商业信用不可能无限延长,进一步降低现金周转期要着眼于存货流程管理。环比2001~2010年格力电

器的营业利润率(营业利润/营业收入)与现金周转期不难看出,当现金周转期缩短时,营业利润率上升;当现金周转期延长时,营业利润率下降。这看似与资产流动性增加、资产盈利能力下降的理论相冲突,但其实不然,现金周转模式整合了存货和应收账款的流动性和商业信用,特别是全部商业信用是免费的,当商业信用完全覆盖核心营运资本时,增加资产流动性,也能增加资产盈利能力,格力电器正是利用了这样的财务窍门,获得了双赢。既增加了资产的流动性,也提高了资产的盈利能力。

三、销售成长性

在财务领域,影响企业成长的核心问题还是财务流动性,管理策略是保持销售收入与股东权益协调成长。格力电器的销售增长与宏观经济成长形影相随。受金融海啸的影响,2009年格力电器的销售跌入低谷,销售增长率仅为1.04%。对比格力电器的销售增长与股东权益增长可以看出,当销售增长率与股东权益增长率不相上下时,现金资产没有大的波动;当销售增长率远高于股东权益增长率时,现金资产不断消耗,销售成长在大量“消费”现金储备;当销售增长率低于股东权益增长率时,现金资产水涨船高,财务流动性能够得到有效缓解。2003~2006年销售的持续高速增长,耗尽了格力电器财务流动性的元气,2007年格力电器审时度势,果断地实施了配股方案,提高了股东权益增长率,化解了高成长中资金链断裂的风险。

四、资产与债务组合

众所周知,流动比率和速动比率是衡量企业短期偿债能力的指标,也是从资产与债务组合的角度评价财务流动性的指标。偿还债务只是财务流动性的一部分。财务流动性还包含投资现金需求、红利现金需求等,不仅仅是债务现金需求。由于流动比率与速动比率源于

静态的资产负债表,不涉及资产转换现金的路径。从企业清算的角度衡量财务流动性,与企业持续经营假设相背离,减少了流动比率和速动比率的可信度。为了克服指标的先天不足,在利用流动比率与速动比率管理财务流动性时,需要结合企业运营模式、成长阶段和行业特性等做出综合抉择。

2001~2010年,格力电器流动比率徘徊在1附近,速动比率高于0.58。这样的资产债务组合触摸到了激进型融资管理策略的底线。格力电器似乎没有被财务流动性所困扰。从流动资产结构来看,货币资金和应收票据占据了半壁江山,提升了速动比率,有效缓解了财务流动性的压力。格力电器利用与供应商、经销商建立的长期战略合作关系,大量采用商业票据运作,结果是应收票据是应收账款的3~20倍。格力电器利用应收票据抵押开出票据,延长支付货款时间的策略,解决了财务流动性在时间上和交易成本上可能出现的不匹配问题。应收票据成为格力电器及时化解财务流动性的金融工具,其随时抵押可获得现金的能力放大了格力电器的财务流动性。正是这种财务运营模式,使得格力电器流动比率即便比较低,也不影响其短期偿债能力。理论上说,流动比率有一条控制底线1,管理财务流动性需要经营模式的配合和支持,财务不能独领风骚。

无论是偿还时间,还是偿还金额,与股东权益资本相比,债务资本总是刚性有余、柔性不足。从债务结构来看,2001~2010年,格力电器的债务主要来源于流动负债,流动负债与总负债之比最低也高达96%(2010年),这样的债务结构为格力电器节省了长期融资成本,消除了长期财务流动性隐患,减少了再投资的风险。从流动负债结构来看,2001~2010年间,格力电器的刚性强的短期借款和应收票据所占比例小,最多达流动负债的23%(2009年),刚性弱的

应付账款和预收账款比重大,与流动资产结构形成了鲜明的对比。流动资产与流动负债的如此组合,有效地降低了财务流动性风险,为格力电器使用高的财务杠杆创造了条件。

五、融资流动性

融资是财务流动性来源之一,短期债务融资是以牺牲将来流动性缓解当前流动性压力,以延续时间、平衡成本收益换取和化解当前流动性风险。长期资本融资以构建产能和补充流动性为基调,为未来管理和控制流动性提供更多的渠道和空间。降低资产负债率可以提升债权人信心,打消潜在债权人的顾虑,为企业财务流动性提供回旋余地。

除了表内融资流动性外,表外融资流动性同样不可忽视。如企业与银行签订的周转信贷协议就是企业“即插即用”的流动性来源,为企业迅速化解财务困境提供了保障,但代价是需缴纳融资保险费——承诺费。企业以牺牲小的流动性换取大的财务的灵活性有时也是一种不错的财务管理策略。

从资产负债表来看,2001~2010年间,格力电器的资产负债率一直处于高位,位于73.5%到80.3%的箱体运行。正是这种高的财务杠杆作用,使得格力电器即使是在比较低的资产收益率下,也能获得高的净资产收益率。低的资产收益率是家电行业激烈市场竞争和企业经营政策的综合结果,高的财务杠杆则是企业财务政策的体现。这印证了流动性下降、盈利性上升的理财理念。从融资流动性角度来看,高处不胜寒,格力电器想继续扩大债务性融资的管理策略,将受到更大的制约。

由于无形资产在资产负债表里得不到充分体现,表达无形资产价值的一种方法就是利用市场价值,市值资产负债率就隐含了这部分价值。相比较而言,格力电器的市值资产负债率小了许多,市场关注的是未来,是预期而不是现在,

50%左右的市值负债率是市场可以接受的水平,过低意味着股价泡沫化严重,过高则反映市场对企业前景不看好,财务流动性终将成为问题。

六、结论

1.流动性是金融企业的功能,是展开经营活动的根基。因此,对于金融企业而言,财务流动性不只是管理策略问题,更是管理战略问题,需要实时监控财务流动性风险。相比较而言,财务流动性在零售企业和交通运输企业的地位要逊色得多,制造企业更次之,短期财务流动性问题不会使制造企业遍体鳞伤、伤筋动骨,但其传染性不可小觑,需要做好应对策略。

2.资产流动性是财务流动性的来源之一。资产流动性越高,资产转化成现金的潜在能力就越强。将资产流动性与现金需求组合起来,做到天衣无缝,是财务流动性管理的最高境界。流动比率和速动比率只是这种组合一个替代,尽管比较粗略,但有总比没有好。高的流动比率并不意味着企业没有流动性困扰。企业规模大,市场竞争力强,资金来源广,只要资产债务匹配得当,低的流动比率也是可行的。当流动比率为1时,企业永久性流动资产也要依靠短期债务融资,这是激进型的融资管理策略的红线,是应对财务流动性的底线。

3.现金持有量是财务流动性的蓄水池、缓冲剂,用以调节和舒缓现金流入与流出的不平衡。衡量现金持有量用相对指标现金/资产或现金/营业收入比较合理,以满足交易需要、预防需要、投机需要和降低代理成本需要。如果公司治理不完备,高的现金/资产容易滋生高的代理成本。表现为项目投资并不是因为项目可行,而是因为兜里有钱。降低现金/资产是使管理层谨慎经营,勤勉工作的管理策略,可以避免再投资风险。

4.现金周转模式是企业经营政策和财务政策整合的桥梁。尽管现金周转

模式并不涉及整个营运资本,却是管理企业核心营运资本的钥匙。延长现金周转期往往意味着信用标准的放松,销售增长加快和营业利润的上升。延长现金周转期也意味着营运资本的增长,融资成本的上升。何去何从,需要平衡经营政策和财务政策。如果现金周转管理得当,可以借鸡生蛋,增加企业营业利润。

5.协调好销售增长与股东权益增长的步伐,最大限度地降低资金链断裂的风险。销售与权益增长如果出现短期不协调,且有现金持有量做后盾,财务流动性也不是问题。如果出现长期不协调,则需要增发权益资本、减少分红、重组资产或债务,降低财务流动性风险。

6.融资是财务流动性的另一种来源,特别是表外融资。融资以未来的财务流动性应对当前的财务流动性,以时间延续换取化解财务流动性空间,付出的代价是融资成本。将流动资产与流动负债配合起来可以扩大财务流动性,提高营运资本管理效率,增加现金流动,捕捉成长机会,最大化利润和股东回报。

(作者单位:五邑大学经济管理学院)

责任编辑 雷蕾

● 短讯

在近日举办的“第五届中国电子金融年会”暨电子金融“金爵奖”颁奖典礼上,浦发银行荣获“2011年度最佳现金管理品牌”、“用户满意十大电子金融品牌”、“2011年度最佳电子银行”三项大奖。浦发银行是目前业内覆盖现金管理业务较全面和较广泛的银行,产品涉及十几个系列,包括数百项银行服务。2011年浦发银行的现金管理业务在客户服务、产品创新、市场营销及品牌建设等方面均表现突出。

(张阳供稿)