

# 财务柔性视角下 云南白药财务资源管理策略

■ 王 满 时龙龙

云南白药集团股份有限公司(以下简称云南白药)创立于1902年,1993年12月在深交所上市。近年来,这家百年老店以药品经营为基础,依托自身优势进入相关健康产品领域,相继推出了云南白药创可贴和云南白药牙膏等产品。2011年公司由“稳中央,突两翼”的产品层面战略向“新白药,大健康”的产业层面战略转型,初步形成药品、健康、原生药材及商业物流四大业务主体格局。正是由于这种资源优势的创新性整合,使得云南白药的营业收入从上市初的5 836.44万元上升至2011年的113.12亿元,增长193倍;营业利润从1 601.77万元增加到3.41亿元,增长85倍。云南白药一直坚持稳健的财务政策和柔性的财务资源管理策略,为我们提供了很多值得借鉴的经验和做法。

## 一、基于财务柔性的财务资源管理理念

财务柔性作为企业财务系统的一种内在综合能力,有利于优化企业财务资源配置,有效管理企业财务风险,是后金融危机时代一种新的治理模式(赵华和张鼎祖,2010)。当今企业面临的不确定性要求企业保持适度的财务柔性,以灵活应对“非预期的投资机会和不利冲击”(FASB,1984)。财务柔性是指企业调用现有的财务资源或者通过获取新的财务资源以应对意外现金需求以及把握未来投资机会的能力。财

表1 2008年~2011年云南白药与行业平均现金比率

年份	2008年	2009年	2010年	2011年
云南白药	0.52	0.47	0.36	0.34
行业平均	0.24	0.28	0.33	0.32

注:现金比率=(货币资金+交易性金融资产+应收票据)/总资产

表2 2008年~2011年云南白药与行业平均资产负债率

年份	2008年	2009年	2010年	2011年
云南白药	35.46%	39.56%	42.17%	38.89%
行业平均	49.78%	46.72%	42.13%	42.42%

务柔性视角下的财务资源管理可以分为现金柔性管理和负债柔性管理。

### 1. 现金柔性管理

面对不确定的经营环境,企业应持有一定的超额现金来保持适当的现金柔性,以应对非预期的不利冲击,降低陷入财务困境的风险,同时还能满足新的投资机会所引发的资金需求。在流动资产中,除了货币资金,交易性金融资产和应收票据项目可以在较短时间内变现,能够潜在地承担现金的作用(高克智等,2011)。因此,企业在进行现金柔性管理时需要综合考虑货币资金,交易性金融资产和应收票据等流动性较强的项目。

### 2. 负债柔性管理

企业在保持适当现金柔性的同时,还可以采取低财务杠杆政策提高负债柔性,为未来的投资和增长机会储备一定的负债融资能力。与单一的现金柔性管理策略相比,这种将现金储备政策

和低杠杆政策相结合的财务资源管理策略,既提高了企业的财务柔性,又有助于降低因持有大量现金所带来的机会成本以及减轻现金持有所引发的委托代理问题。

## 二、云南白药柔性的财务资源管理策略

### 1. 现金柔性管理策略分析

云南白药的止血药品为其核心资源,但止血药品的生产销售在强化公司品牌形象的同时,也限制了其发展空间。因此,云南白药从更新观念出发,超越就中药论中药的发展思路,通过产品创新将传统中药融入现代生活,尝试进军与人们生活息息相关的日化领域。2001年和2004年公司相继推出云南白药创可贴和云南白药牙膏,这使得云南白药在丰富云南白药品牌内涵的同时推动了企业实现突破式增长。2011年以创可贴为代表的透皮部和以牙膏为代表

的健康事业部贡献了18.69%的营业收入和47.48%的净利润。

产品创新决定着企业的核心竞争力,是企业实现进一步增长的关键。然而,产品创新项目对资金的需求量大且面临较高的不确定性,若负债融资则需要一组稳定的现金流来偿付利息,这会进一步加大项目风险。因此,新产品研发项目的投资一般依靠调用现金储备来满足资金需求,而非倾向于由负债融资支持。

云南白药在2008年和2009年一直持有较高的现金比率,且明显高于医药制造行业的现金比率均值(如表1所示),这为公司的产品创新与研发储备了较高的现金柔性。年报数据显示,云南白药从2010年开始加大研发投入,其研究开发费用从2008年和2009年的1 000多万元上升至2010年和2011年的3 000多万元。这使得其现金比率在2010年开始收敛于行业均值,但仍略高于行业平均比率,依旧保持着一定的现金柔性。除产品创新带来的不确定性外,云南白药从依托产品发展向依托产业发展的战略转型存在更大的不确定性,公司宜引入股权融资,与自筹资金相结合为后续的产业链延伸储备更多的现金柔性。正是基于上述考虑,云南白药采取内生性增长与外延式扩张并举的发展策略,于2008年12月向中国平安保险集团定向增发5 000万股,股权融资总额达13.94亿元,为之后的公司整体搬迁项目储备了较高的现金柔性。

### 2. 负债柔性管理策略分析

2007年以来,产能瓶颈一度是阻碍云南白药销售增长的主要问题。2011年10月,云南白药正式搬迁至呈贡新区,新基地具有40余条中药生产线,14种剂型的生产能力,中药产能扩大2~3倍,产业规模达到100亿元以上。此次搬迁彻底解决了产能对公司业绩增长的制约,促进了公司资源的进一步整合。2012年第一季度报告显示,云南白

药实现净利润2.91亿元,每股收益0.42元,同比增长28.87%。除产能扩张拓展了云南白药的成长空间外,我国中草药本类健康品市场增长迅速且潜力巨大,云南白药也面临更大的投资机会。

研究发现,我国上市公司负债比例越高,公司的投资规模越小(童盼和陆正飞,2005)。即高负债率的公司在一定程度上制约着未来自身的投资规模。值得注意的是,云南白药一直保持着低财务杠杆政策,从2008~2011年资产负债率基本位于行业平均水平之下,平均比行业均值低6.24%(如表2所示)。这既为未来由产能提升和健康品市场创造的投资机会保留一定的闲置举债能力,又能为以后并购扩张储备较高的负债柔性,有助于其未来通过提高杠杆比率及时筹集资金,把握有利的兼并重组机会,以加速公司规模扩张,提高公司整体竞争力。

## 三、启示

1. 持有适度现金,提高企业应变能力。企业一般因交易性动机、预防性动机和投机性动机而持有现金,其中交易性动机是企业出于满足日常经营的需要而持有现金,预防性动机和投机性动机则是企业储备一定的财务柔性以应对意外的现金需求。在资本市场完善的情况下,内外源资金完全可以相互替代,企业总能及时从资本市场筹措所需资金。然而,我国证券市场与信贷市场虽然总体上取得一定发展但仍不发达,在外源融资不足的情况下,企业需要通过内部融资来筹集资金,提高现金持有比率以抵御日后现金流风险。当未来财务环境发生变动时,企业可以及时调用现金存量来满足突发性资金需求,从而降低日后陷入财务困境的概率。

2. 优化资本结构,增强企业举债能力。企业不能单纯依靠持有现金为新的投资机会储备资金,还应为其进入外部资本市场筹集资金创造条件。企业保

持较低的资产负债率相当于保留了一定的闲置举债能力,这将增强企业债务融资的柔性,为未来的投资和增长机会筹集资金。虽然保留更多的现金余额也能使企业具有较高的财务柔性,但与此同时企业也将承担相应的机会成本和代理成本。除此之外,企业还应灵活运用不同的融资方式,实现长期资本与短期资本之间的及时转换、筹资和投资时间上的相互衔接,从而动态调整资本需要量,灵活控制资本投放时间,保持企业资本结构的优化。

3. 注重柔性管理,实现企业价值增值。由于企业外部市场环境和内部经营决策不确定性因素的增加,传统的刚性管理已经无法适应不断变化的财务环境,柔性管理的重要性日益凸显。企业必须适当调整财务政策以满足内外部环境变化的需要。无论是现金持有政策还是低杠杆政策,单一的财务政策虽然能获得合理的财务柔性,但却会影响企业价值最大化,二者的综合运用则既能降低财务柔性获取成本,又能提高财务柔性获取效率。企业充分发挥财务柔性效能将有助于其财务系统主动适应环境不确定性,优化财务资源配置,强化财务风险管理,从而提高企业财务活动决策效率,把握未来投资机会,实现企业价值增值。 ■

(作者单位:东北财经大学会计学院  
中国内部控制研究中心)  
责任编辑 达青

### 参考文献:

1. 赵华,张鼎祖.2010.企业财务柔性的本原属性研究.会计研究,6
2. 葛家澍,占美松.2008.企业财务报告分析必须着重关注的几个财务信息.会计研究,5
3. 高克智,王辉,刘娜.2011.预防性动机与公司现金持有量的关系:来自中国上市公司的证据.华东经济管理,9