

民航企业财务弹性对其风险承担的影响研究

刘华峰

(扬州大学商学院 225009)

摘要: 风险承担是企业经营治理活动中的一种行为模式, 风险承担体现的不仅是企业在危机中的应对能力, 而且风险承担的好坏客观上也会促进企业的发展与进步。较低的风险承担能力大多是由于公司代理人的保守策略, 这不利于企业的发展与创新的培养, 最终大概率会被市场所淘汰。国内学者对企业风险承担的研究已经有很多, 但是通过财务弹性来解释企业风险承担的研究还处于少数, 未形成统一的研究结论。财务弹性是通过企业内部资金流或者潜在的融资能力来在未来多变的金融市场上抓住投资机会或者应对风险冲击以此来保证公司生存或者发展的手段。财务弹性通过怎样的路径传递到企业发展当中, 又是如何影响公司的风险承担能力, 以致最终对企业的价值创造产生影响是现在学术与实务界都比较关心的一点。解决这个难点不仅是对相关理论的丰富而且能够有效指导企业设置合理的财务弹性以此应对未来的风险冲击。本文即通过海南航空在发展过程中的财务弹性对于其在风险承担中的影响为切入点, 探究财务风险与企业风险承担的相关机制。

关键词: 财务弹性; 风险承担; 企业价值

第一章 绪论

(一) 研究背景及意义

追求企业经济效益最大化与摆脱财务困境一直是企业公司制后永恒的话题, 企业在发展过程中无不经历这种阶段面对这种瓶颈。近年来经济转型升级加快, 新的挑战越来越多, 公司所面对的冲击已将超过以往任何时候, 呈现出复杂化、多元化以及专业化的特征。风险承担是企业保留应对特定以及普遍风险, 综合利用内部资源理性或者非理性的风险管理与应对。财务弹性则是企业如何适应未来可能发生的非预见性的风险以及把握投资机遇的能力。新冠疫情爆发导致国内的民航业损失惨重, 其中海南航空更是因为流动性风险导致破产重组。究其根本就是过低的财务弹性政策引起的企业风险承担能力的降低, 在特定历史事件下的缩影。因此我们有必要通过分析海南航空的财务弹性和其风险承担的关系, 引导民航业保持适度的财务弹性来增强自身的风险承担能力。

第二章 公司简介

(一) 海南航空发展简介

海南航空的全称是海南航空控股股份有限公司, 公司成立于1995年, 公司的启动资本只有1000万元, 然而巅峰时期的海航旗下坐拥六大板块, 资产总额高达1.6万亿, 是名副其实的民航巨头。但是2017年开始, 国家开始严厉监管企业海外并购, 海航经济形势急转直下, 曾经靠着“买买买”发家的海航开始抛售自身巨量的海外资产用来回笼资金, 以调节企业的财务弹性, 海航资金链断裂危机愈演愈烈, 2017年负债甚至高达7500亿元。2019年12月新冠疫情暴发, 各国开始限制人口流动, 航空运输业遭遇史诗级的熔断, 本就背负巨额负债的海航处在破产边缘。2021年海航申请破产重组, 海航开始走上新的重组道路。

第三章 财务弹性相关分析

(一) 海航财务弹性分析

财务弹性的负面影响因素是多种多样的, 既有内部因素也有外部因素。(1) 外部因素。外部因素比如政策法规, 行业因素, 经济因素等不能为企业所提前知晓的影响企业经营活动的特定事件等。外部因素通常会直接影响企业的资金链和负债水平, 降低企业财务弹性。(2) 内部因素。内部因素常见于企业自身发展过程中的经营战略、投资、筹资以及经营活动等影响企业现金持有量的行为。

1. 过度自信的投资战略。刘孟晖等将A股上市公司作为研究样本, 探究了企业管理过度自信、财务弹性、风险承担之间的关系。

企业管理者如果过度自信势必会增加企业的资产负债率水平, 现金流的降低又会降低企业的再融资水平, 导致企业财务弹性降低。而财务弹性与企业的风险承担能力则是正相关关系。在海航发展过程中, 过度自信便是企业身上的标签。海航破产之前的两任董事都是举债扩张的典型, 海航的扩张速度有多快呢? 仅仅2009—2011年两年间海航旗下参股以及控股的公司已经由200家扩张到600家, 足足三倍的疯狂暴发式并购。进入到海航资金链紧张的2017年, 海航还在全世界疯狂扩张: 2017年2月, 海航以13.6亿美元成功收购德国德意志银行9.92%的股票, 成为其最大的股东; 5月, 海航又用刚刚成立的公司收购瑞典的Dufry AG公司, 成功拥有全球63个国家免税店的业务开展权; 同月海航又以20多亿美元的价格完成对纽约曼哈顿大楼的境外收购。大量收购的代价就是海航账面资金的快速减少, 2017—2020年, 海航的流动资金分别是318.88亿元, 284.56亿元, 59.31亿元, 17.62亿元。作为资产万亿的民航四巨头之一, 显然海航的财务弹性在不断降低, 现金持有量水平不足以应对突发的新冠疫情。

2. 突发的政策影响。海航在2017年之前一直处于快速扩张阶段, 此时的海航沉迷于“贷款—收购—质押—再贷款—再收购”模式(谢军等2020)。2014—2016年间国家外汇储备降低了接近25%, 同时境内大型上市企业的高负债以及高杠杆已经引来监管层的高度重视。国家发改委等多部门联合印发了《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》, 意图严厉境外并购。整治部分企业借着海外并购的旗号将企业资产转移到海外的行为被有关部门严厉打击, 自然银行贷款也是重点监管对象。银行信用额度的减少代表的就是海航用于公司并购以及偿还债券的资金严重不足。2017年上半年, 海航集团净资产与负债比率达到83%, 扣除少数股东权益后, 净杠杆率飙升至483%。同年年底海航发布债务水平, 负债约6300多亿元, 其他的控股公司如果加以统计更是不计其数。突发的政策使得海航融资渠道变窄, 前期较低的财务弹性水平使得海航内部留存资金严重不足。大量的负债只能寄托于国内资产的盈利, 所以2018年海航开始大规模抛售国外资产, 处置量高达3000多亿元, 自身七大板块也被缩到两个, 主营回到航空板块。海航突然间发现手头的资产成了“累赘”, 很多资产甚至亏本大甩卖。海航进驻香港的核心地产作价220亿出售, 而一年前海航并购时却花了整整270亿。财务弹性的不足直接导致企业对抗风险的能力直线下降, 海航接下来不得不承担资金链断裂的风险。

3.企业自身财务风险。全部现金流量比率=经营活动现金流量/(筹资活动现金流出量+投资活动现金流出量)是一个很好的衡量企业现金流量的指标,它是指企业日常经营活动中的现金能否满足企业筹资以及投资需要。

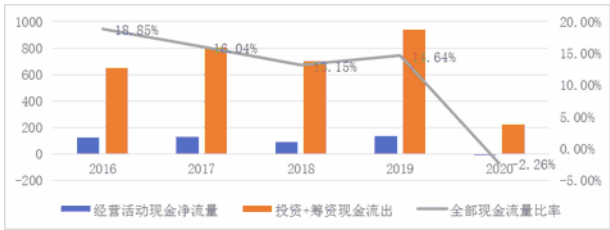


图1 海航集团 2016-2020 年全部现金流量比率

表1 海航集团流动比率、速动比率、资产负债率

	2016	2017	2018	2019	2020
流动比率	0.9	0.63	0.44	0.49	0.37
速动比率	0.74	0.6	0.42	0.46	0.36
资产负债率	54.18%	62.52%	66.42%	69.04%	113.52%

流动比率=流动资产/流动负债 速动比率=速动资产/流动负债。
从表1可以看到海航的流动比率和速动比率总体呈下降趋势,流动比率是指企业所拥有的短期资产在企业短期债务到期前能转化为现金的能力,速动比率则代表企业持有的资产在短期债务到期前马上变现的能力。从表中可以分析出海航的现金流变现能力在不断变弱,这与海航在2017年海外并购受阻后变卖资产存在关联关系。海航海航迎来了20年间最黑暗的时刻,集团不得不变卖资产进行瘦身运动,海航各个海外资产“清仓大甩卖”,只要看得上的统统卖掉转化为流动资金来缓解集团的危机。从海口大英山项目到香港的地产,从瑞士到伦敦、芝加哥等众多股权和固定资产都被含泪出售。甩卖的代价就是企业的资产往往沦为垃圾资产,即使优质资产,此时也只能原价卖出,这导致海航的变现能力下降。资产负债率=资产/负债。资产负债率的高低与行业存在密切相关,一般情况下,民航业由于是重资产行业,资产负债率处在40%-50%之间。由表可以看到海航集团由于长期处于并购扩张阶段资产负债率长期高于同行业水平,2020年海航破产重组阶段,海南省人民政府派遣调查组进驻海航,海航的真实债务水平曝光,因此海航2020年资产负债率一度高达113.52%,已经严重资不抵债。负债的疯涨以及现金流的降低都使得海航的财务弹性一降再降,由此出现的破产重组也是海航必须面对的代价。于颖等(2021)认为集团内部进行大规模股权交易,通过定增、转让、高溢价评估等方法将资产私有化,通过多笔不正当交易掏空上市公司。本次调查期间,海航关联方交易以及关联方违规占用问题也一并被爆出。海航还遭到海南省证监会关于海航内部关联方交易的相关处罚,海航关联方交易以及违规担保的资金甚至超过上百亿,仅海航控股就达到了375亿元。如此恶劣的内控环境更是加剧了财务弹性应对未来风险的能力。

第四章 对策分析与应对

(一) 制定符合企业发展周期的战略目标。

战略目标不是一成不变的而是在不断修正中最适合公司现阶段发展的目标。公司要进行详尽的行业调查,专注主营业务,在做好主业的基础上进行全面发展。海航在开始阶段正是不断发展航空运输业才能为其他板块并购积累足够的原始资金,但是海航中期不断进行海内外并购,脱离了航空业本身,七大板块产业所需现金流远超公司财务弹性,资金链断裂风险已是注定。另外管理者应该注重对于企业战略目标的重新认识,不能将自身风险偏好凌驾于企业发展目标之上。战略目标不是一个孤立的,束之高阁的体系,而是时刻约束企业发展,符合企业经济发展的全面,适应未来变化的公司战略。

从图中可以看到从2016年开始海航的全部现金流量比率在缓慢降低,到2020年直接变到了-2.26%,这表示海航日常经营中所产生的净流量已经不能满足自身对外投资以及融资的需求,加上海航银行信用授权额度得流失,以及前期高额融资债券利息的产生,海航的现金流已经彻底断裂。

(二) 提升企业潜在财务弹性水平。

财务弹性能增强企业面对未知风险的能力。在经济发展繁荣的时期,较高的财务弹性往往意味着企业拥有较多的闲置资金,此时企业可能面对着很多的发展机会,这时只要保持较低的财务弹性,利用现金流进行投资,并购等管理手段就能促进公司健康发展。在经济不景气,行业竞争激烈时期,较低的财务弹性就会导致企业面对风险时承担水平变差,稍有意外可能就会落得破产倒闭,所以这时回笼资金,保持高财务弹性才是适合企业的管理手段。海航建立时期是中国改革开放刚开始时期,不管是经济政策还是政府扶持都是繁荣市场的表现,因此海航此时面对着改革红利,此时大胆的融资发展是适应企业发展的,宽松的营商以及贷款环境变相也提升了企业的财务弹性。进入到2008年以后中国的商业环境已经逐渐走向成熟,伴随着银行授信额度的审批越来越严格,大量企业融资渠道只能走向公开发发,这导致企业面对的风险也越发变大,而此时较低的财务弹性已经不适应突变的市场环境。

(三) 加强内部控制,减少财务风险。

在企业发展过程中,由于自身环境或者外部市场的变化,企业会面临各种各样的经营难题,也会面对数不清的财务风险,这些风险严重限制企业的良性发展,很可能对企业带来严重的危机和损失。企业要对这些财务风险有充分的认识,对企业发展的各个阶段存在的风险进行合理分析和预防,分析风险的时候一定要全面具体,还要根据不同风险进行识别诊断,出具可行的内控对策。在分析风险的同时还要结合企业进行相应的预防措施,只有这样全面结合才能减少企业风险。即使风险不能避免也要在事前分析,事后弥补,根据预案的内容进行相应的应对,公司在发展过程中面对的损失也会有效减少。内控的完善客观上能增强企业的财务弹性能力,减少企业面对的风险,强化企业风险承担能力。财务弹性的强和弱不仅仅只是现金流以及融资能力的高低,更是与企业日常经营息息相关。

参考文献:

[1]刘孟晖,谢近朱,薛坤坤.过度自信、财务弹性和公司风险承担——中国上市公司的经验证据[J].现代商业,2022(13):37-42.
[2]谢军,黄莉娟,柯朱颖,曹萍.海航集团内部资本市场有效性研究[J].会计之友,2020(05):125-132.
[3]于颖,罗党练,林硕廷.公司治理失败与企业破产——以海航集团为例[J].财会月刊,2021(13):110-117.
基金项目:扬州大学商学院研究生创新项目(项目编号: SXYSJCX202119)