

战略财务的逻辑

我的偏执

汤谷良◎著

《战略财务的逻辑》是这些年我整合公司战略理念与财务原理的一篇篇小文章的集合。希望读者同我一起概括梳理、总结提炼当今企业战略财务的基本逻辑和核心主张。战略财务的逻辑独特，既高屋建瓴，又能落地实操，还能赏心悦目，故我偏执。

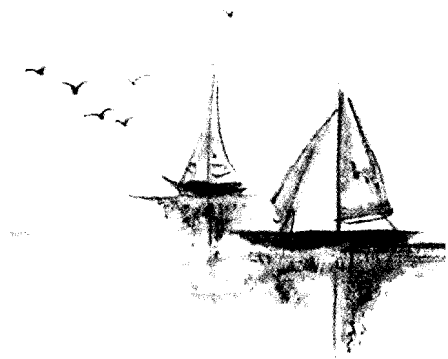


北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

战略财务的逻辑

我的偏执

汤谷良◎著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

前 言

作为一名长期从事财务教学与研究的高校教师,我一直深爱和痴迷于财务,这因为她是一门既严谨又开放,既能“顶天”又能“立地”的人文科学,她深藏着博大精深、逻辑独特的理念框架、创新性的知识结构和实操性的工具体系。也正因如此,财务科学理论与实践一直激发着我的职业激情、磨砺着我的职业素养、锤炼着我的职业逻辑,同时洗礼了我的处事哲学和思想情怀。

我的这些财务体验和专业感悟,其实已散见于我所撰写的财务教材、发表的论文和出版的专著里。从教至今我已写过二十多本财务学方面的教科书,却因教材定位于基础财务知识的讲解,而并未涉及高屋建瓴的财务思想的传递;我已发表了近百篇财务论文,却因发表时间不同而无法系统地展现我对财务的感受;我还出版过几部财务方面的专著,但由于其学术的定位而显得严肃,不太“赏心悦目”。基于此,我希望我的这本《战略财务的逻辑》能够对过去的一些专业思想和感受进行概括梳理、总结提炼,既能高屋建瓴,也能“赏心悦目”地系统全面展现财务的思想理念。

尽管我一直专注“财务”,可近年来由于多种原因“公司战略的理论与实践”成为我新的兴奋点。出于财务专业习惯,难免经常对比分析“战略理论”和“财务理论”的异同,有时候很有把两者整合起来的强烈欲望,因为在教科书上这两种理论之间的“鸿沟”既深又宽,公司战略学者习惯于将财务搁置在一个极易被人遗忘的小小的职能项目上,更有学者甚至将“战略思维”与“财务思维”对立起来:

公司战略可以涵盖到商品市场上的方方面面，而财务却只能在资本市场上扮演着一个工具性质的小角色。

毫无疑问，财务与战略有着天然的、深度的交互性。可以说没有“财务”的战略一定是空洞的和畸形的；没有“战略”的财务则是狭隘的和残缺的。本书在为财务战略“正本清源”的基础上，既有从理论层面对企业科学发展战略（“汤三角”框架）、预算战略（“汤预算”）以及融资战略等的深度解析，也有从操作层面对引入压力测试的风险体检机制、平衡计分卡的应用、信号灯制度等的详细阐述，更有针对性地展示一些中国企业的管理案例，如万科十年战略轨迹、海信速度支撑盈利、上海电气“善用”衍生金融工具等故事，希望能让读者们在品茗览书之余和我一样领略到财务学的种种魅力。

本书绝大部分内容是在我和我的研究生发表于《财务与会计》、《新理财》等非学术类刊物的文章基础上修改、补充和完善而成的，一些文章则因本书定位几乎全部重写，当然还有几篇新写作的文章完全是为本书特别定制的。我说这些的目的有二：一是本书并非只是将已发表的论文进行简单的汇集，而是基于与时俱进、不断完善的治学态度之作品；二是本书不少内容是我与我的一些研究生共同讨论、写作的结果。教学相长！比如，当我要求他们修改这类文章不要过于“阳春白雪”、务必“赏心悦目”时，我感受到几位研究生的文笔比我强得多，COOL！我很喜欢我的每位研究生！

“开卷有益”！我衷心希望本书成为关注或参与中国企业决策与经营管理的中高级管理人员，EMBA、EDP、MBA 学员，高等院校财经类在校师生们值得一读的参考书目，更迫切期待每位读者既能分享到战略财务的丰富“逻辑”，还能共鸣我本人的“偏执”之缘由！

汤谷良

2011 年端午节

目 录

一、战略财务的理念

| | |
|-------------------------------|------|
| 应该为“战略”与“财务”的关系正本清源 | (3) |
| 公司战略目标与财务目标是同质的 | (7) |
| 盈利模式的财务解读 | (10) |
| 为了你的公司基业长青:请管理增长、控制发展节奏 | (18) |
| 企业科学发展的“汤三角”框架设计 | (26) |
| 战略规划中关键成功因素的财务实现 | (34) |

二、战略财务的研制

| | |
|----------------------------|------|
| 为财务上的投资预算增添“战略”内涵 | (41) |
| 多元化公司财务资源如何配置? | (45) |
| 融资战略的重心是权变性地满足有效资金需求 | (54) |
| 归核化 or 多元化 | |
| ——投资战略绕不开的结 | (58) |
| 万科企业财务战略十年轨迹与启示 | (66) |

| | |
|---------------------|-------|
| 融合财务战略与全面风险管理 | (74) |
| 中国民企的负债率:再低也不过分! | (79) |
| 用财务战略储备屏蔽战略风险 | (86) |
| 将企业内部组织都打造成追随战略的SBU | (90) |
| 着力导入标杆管理,全面造就学习型企业 | (94) |
| 企业绩效评价如何“战略化”? | (101) |
| 反周期投资:理性与风险并存的财务战略 | (104) |
| 企业如何“杠杆化”生存? | (109) |
| 善用“衍生品”,提升驾驭不确定性的能力 | (116) |

三、战略财务的落地

| | |
|------------------------|-------|
| 导入“压力测试”与企业的风险“体检”机制 | (125) |
| 在不确定性环境中企业如何做战略计划与预算? | (131) |
| 短贷为什么也可以长投? | (138) |
| 速度支撑盈利:四家家电公司运营能力的案例思考 | (143) |
| 要让会计报表展现战略与价值 | (151) |
| 让预算成为企业制度机制和战略必备工具 | (159) |
| 预算管理:为啥想说爱你不容易 | (164) |
| 财务战略执行中的“信号灯”制度 | (171) |
| 多角度审视平衡计分卡和战略地图 | (176) |

一、战略财务的理念

应该为“战略”与“财务”的关系正本清源

说到“战略”与“财务”的关联这一命题，似乎让我们这些财务专业人士特别郁闷。因为打开现有国内外各类公司战略教科书，通常都把战略分为“公司总体战略（公司总体愿景和业务总规模）”、“经营战略（具体产品市场的期望定位）”和“职能战略（关于市场营销、生产、原材料、财务等）”三个层次。显然“财务”被公司战略学者搁置在战略问题的“最底层”，而且仅仅是一个极易被人遗忘的“小职能项目”。更有甚者，不乏存在将“战略思维”与“财务思维”对立起来的观点。比如，有学者就把财务思维和分析工具的特征描述为：（1）狭隘的内部性（focuses on a narrower range of variables-primarily internal）；（2）主要关注有形价值（primarily concerned with tangible areas of value）；（3）定量描述（quantitative measures）；（4）短视（bias towards shorter term）；（5）监督与控制有余（more control process）而激励不足。众所周知，管理会计大师卡普兰教授提出平衡计分卡的理论基础之一就是单纯的财务数据很难反映企业未来的成功因素，更严重的是采用基于财务指标的评价系统会使经理人倾向于牺牲长期、做高短期。诸多类似对“财务”的“归纳与总结”、“指责与抨击”绵绵不绝。

我倒觉得，把“战略”与“财务”割裂开来的主张，是既不理解战略也不熟悉财务的结果。我们迫切需要厘清“战略”与“财务”水乳交融的关联性，为财务战略这个命题“正本清源”。

英国学者 Keith Ward 在《公司财务战略》一书中对财务战略的定位是“为适应公司总体的竞争战略而筹集必要的资本，并在组织内有效地管理与运用这些资本的方略”。看来，财务战略是指在企业总体战略统筹下，以维持和提升公司长期的盈利能力和价值增值为目的，以资金筹划与使用方向为重点，以促进企业财务资源长期均衡有效地流转和配置为衡量标准的战略范畴。

其实，财务与战略有着天然的、深度的交互性：首先，财务问题的确首先表现为资产负债表、利润表和现金流量表等财务报表以及一系列量化的财务指标。经过审计的财务报告与财务指标的确反映了公司过去的经营业绩与财务状况，但是“管理价值始于战略止于财务结果”（Knight, 1998），现在的成功与失败都取决于过去某一段时间采取的战略，所以公司“今天”的财务报告其实是“昨天”公司战略实施结果的“显示器”。至于公司未来的战略如何定位、如何管理、结果会如何，我们在财务专业上也有报表进行刻画和描述，它叫“模拟财务报表（pro forma statements）”或“财务预测报表（statements of financial forecasts）”，这些报表应该是“明天”公司战略的“探照灯”。其次，财务管理聚焦公司价值目标。《基于价值的经营》（詹姆斯·A. 奈特，2002）、《战略管理——竞争与全球化（概念）》（迈克尔·A. 希特等，2002）等著作中都明确了这样一个道理：虽然人们对战略与企业价值之间的具体作用过程和机理还不十分清楚，甚至对战略的具体概念都存在广泛的争议，但对于战略与公司价值之间的因果关系已有基本共识。换言之，公司财务目标与公司战略目标具有本源同质性。再次，战略决策本质上是对公司“愿景目标”与“资源能力”的平衡分析与把握。说到资源能力，当然它具有广泛的外延，比如“原材料供应能力”、“能源保障”、“人力资源”、“技术与创新能力”、“市场占有能力”等，然而“财务资源”是最重要的战略资

源。有句话“仅仅有钱是不够的，没有钱又是万万不能的”，这可能就是对战略与财务资源关系最简洁明了的表达。不过最好将此句话改为“战略上仅仅有资金是不够的，没有足够的（自有）资金是万万不能的”。

财务战略与公司其他战略相互依存并服从于、支撑着公司总体战略。不过，财务上独特的思维理念与分析工具，使财务战略在不少方面都表现出异化于公司其他战略的特性，而成为一个独立的战略范畴和领域。

第一，突显“数据说话”。财务战略的研制、表述与实施结果都必须建立在各类数据分析基础之上。无论是财务维度还是非财务维度，无论“摆事实”还是“讲道理”，都必须有大量的数据支持。离开了数据，财务就无话可说。

第二，与经营战略的互补性。比如，企业总风险主要由经营风险和财务风险构成，如果锁定企业总风险，那么以固定成本主导的经营风险与以债务利息和优先股股息为主导的财务风险之间就必须形成此消彼长的互补关系，即激进的经营战略就应配合以稳健的财务战略，反之亦然。再比如，企业产品处于导入期，经营风险很大，财务资源配置上就应该以低风险的内部“自有资金”为主，即使是外部资金，也应该是风险投资，而当产品进入成长期，经营风险缩小，财务上可以大胆配以更多的高风险“债务资金”。公司经营的基本目的在于创造财务上的业绩，公司的成功最终表现在财务上的成功，而财务业绩主要是靠商业市场的客户决定的，但是这一基本主张并不能被贯彻始终，许多著作和管理实践给人们造成了两种极端印象：一种极端是财务业绩完全依赖于公司的运营效率，而另一种极端是经营战略的目标是寻求销售数量 and 市场份额的最大化，并充分满足客户的偏好，好像只要做到了这些就足以产生出一个令人满意的营运结果。前者过分强调了

成本，而后者则完全忽视了成本（西弗·马瑟，2004）。

第三，坚守“稳健”方针。比如，制定公司战略要求相对保守地预测收入，充分地估足各项支出。在公司决策者高喊“跨越式发展”、“跨入 500 强”等战略口号时，财务战略一定扛起“可持续增长率”这面大旗使其保持必要的战略理性。在制定战略，探求企业商业模式、盈利模式和产品结构的过程中，财务上必须预估企业风险的长期性，并保持必要的“财务弹性”，以便随时对冲这些风险。

第四，强调战略的财务工具化和制度化。美国 AHS 公司总裁兼 CEO 曾明示，战略问题其实就是决策层应该让下属和每位员工知晓三个问题：我们朝什么方向发展？我们如何达到那里？我的角色是什么？财务战略管理的任务就是要将企业战略目标、分析技术和管理程序结合在一起，寻求和挖掘价值驱动因素并使之工具化和制度化，尤其是公司治理机制和内部控制制度，落实战略的形成与实施的制度安排和技术要求，既能确保战略管理在战略实施过程中制度上的合规性（conformance），又能实现战略结果上业绩（performance）的提升，促使公司基业长青、走向卓越。

（根据原载于 2007 年《新理财》第 1 期的同名文章改写）

公司战略目标与财务目标是同质的

提及公司战略目标，理论上的定义应该比较明确，即公司战略的使命和志向。但是我们接触的企业“介绍”、“招股说明书”、“年度报告”中涉及公司战略目标的实际表述就很有多元性，诸如公司战略目标是：“用五年的时间跨入世界500强”、“到十二五末期再造一个××公司”、“争做××行业旗舰”、“争做世界级的企业”、“成为××行业的领跑者”、“成为××综合服务供应商”、“成就公司在××行业的霸主地位”、“××战略目标是要做成国际化的、服务的、高科技的××”、“向集团化、集约化、现代化、国际化的大公司行业迈进”。每每读到这些战略目标的表达，很容易让我们想起前些年一部电视剧的名字《激情燃烧的岁月》。

当然，公司战略目标必须具有“激情”，但是又不能缺少必要的理性。所谓“理性”就是公司战略始终不能忘记公司是谁的、公司为什么而存在、战略为谁来制定、战略有什么意义等基本落脚点。“VBM（基于价值的管理）是以股东财富最大化为首要目的的管理方法。其系统、战略、流程、分析方法、业绩衡量标准和企业文化作为股东财富最大化的指导目标”（Arnold, 1998）。“创造股东价值是一个公司首先必须做的，也是战略管理过程的最终和唯一结果”（斯蒂芬·波思，2003）。这些主张就使得公司战略目标与公司财务目标实现了“无缝连接”。或者说对公司战略目标的“概括”、“表述”必须按照财务目标“价值观”来改造和梳理。

财务教科书的开篇就十分鲜明地指出：公司财务目标就是公司

价值最大化。从理论上分析公司财务目标的“价值观”的基本逻辑包括：（1）公司价值的外延尽管超越了股东价值，但是公司价值的本源和根基却始终是股东价值；（2）公司价值不是指资产的账面价值，而是指其内涵价值，公司价值的特性是“未来”决定“现在”，股东投资的是公司的未来；（3）内涵价值综合决定于未来的商业收入“规模”、获取现金性盈利“回报”水平、主要以资本成本为刻度的“风险”程度；（4）在公司“价值指标”的具体表达上，有多种形态，如经济附加值（EVA）、股东增加值（SVA）、投资的现金回报率（CFROI）、经营总回报（TBR）等，但是还是以股利折现模型和自由现金流量折现模型为最“规范”和“标准”的表达；（5）在证券市场上，公司股价与其内涵价值会有偏离，表现为 P/E （市盈率）或 P/B （市净率）的倍数上的差异变化，但从本质上看公司股价肯定由其内涵价值所决定。

按照这些财务价值目标及其基本主张再来审视上述战略目标，我们很容易发现以上各种表述应该做出“重大修改和完善”才是。为什么？第一，这些“满怀激情”的“口号”绝大部分不是公司战略的终极目标，最多也只能归结为战略实施中某个阶段上的“中间目标”；或者绝不是战略方案中的“因变量”，最多只能列作“中介变量”和“控制变量”。第二，上述表述更多的是立足于公司经营个人和团体的职业理想和抱负，而不是立足于股东投资设立公司的基本初衷。借助于“内部人控制”，利用股东资金“专营”经营者的“产业帝国”是现代公司“代理成本”的重要部分。“公司战略目标与规划”可能彻头彻尾全都是经营者的“阳谋”。第三，因为上述目标只有决定公司价值的三大因素中的“规模”问题，而缺乏“盈利”和“风险”这两个维度，故而十分残缺，很不全面。即使上述这些公司能够按预计顺利达成战略“规模”目标，但并不能确保股东回报的提升，也不能引导在资本市场上

公司股价的上涨。因为单一的“规模”指标与公司价值和价格的相关性实在太低，还有不少公司的规模目标恰恰是毁损公司价值的缘由。

正如某专家所言：“现代公司财务生存的主宰是在资本市场，但是生存的方式、获利的途径则是由其在商品经营业绩和产品市场上的表现所决定的，所以公司价值必然与公司经营战略相联系。”今天的公司价值实际上反映着过去一段时间的战略路径与结果。公司必须也只能有一个统领全局的战略宗旨，那就是提升股东价值。所有的战略、所有的系统和所有的决策都必须服务于这个宗旨。故此，财务价值目标成为识别、评估和取舍各类及各层次战略的唯一标准，这就是“公司财务目标与战略目标的本源同质性”。

（根据原载于2007年《新理财》第2期“要激情，更要有理性”文章改写）

盈利模式的财务解读

战略上特别关注盈利模式（profit model），但是财务理论很少研究盈利模式问题，即使提到这个概念，也只是轻描淡写，似乎盈利模式与财务理论无关，这的确是财务理论的严重缺陷，也难怪不少战略学者总是“讽刺”我们财务学者不懂战略。财务学很需要关注和研究盈利模式，因为“现代公司财务生存的主宰是在资本市场，但是生存的方式、获利的途径则是由其商品经营业绩和产品市场上的表现所决定的，所以公司价值必然与公司经营战略和盈利模式相联系”。反之亦然，战略理论研究同样需要用财务理论、理念和工具来夯实对盈利模式问题的研究。本文试图从盈利模式的定义出发，从财务视角把握盈利模式的要义。

我们先来分析一下现有文献中“盈利模式”的表述。我们发现尽管盈利模式是一个耳熟能详的术语，但很难找到明晰且达成共识的定义。

斯莱沃斯基（1998）在《发现利润区》中提出，盈利模式主要关注的是如何选择参与竞争的行业，在该行业中何处可以获利，在潜在利润区中是否有紧密适应客户需求和支付意愿的盈利模式，该盈利模式是否具有成本优势，保护利润流的能力如何，即如下四维度的定位问题：客户选择、价值获取、战略控制和业务范围。成功的盈利模式就是引导和保障企业能够持续地赚取超额利润并及时更新的机制。研究表明，一家公司约 20% 的利润与行业相关，36% 的利润变动是由公司特点和业务活动产生的。行业吸引力和

企业在行业内的竞争地位共同决定公司利润率水平。换言之，“持续”获取利润的前提则是将企业参与竞争的环节锁定在利润区内，并始终追随市场环境的变化。而获得“超额”利润的前提条件是确定适用于整体竞争环境或行业的战略。只有那些练就内功并拥有独到资源能力的企业才能保障该战略的实施，并获得成功。

格罗斯曼和詹宁斯（2002）在《百年盈利》中提出，经营有方的百年老店的盈利模式设计是相互关联的主要策略、次级策略、政策和战术相互作用的结果，在盈利模式更新的过程中需要对整个经营链具体考察，内容包括顾客检查、生产过程检查、供应商问题、经济问题、销售问题和社区问题。

从这些定义和表述可知，盈利模式肯定既是一个战略问题，又是一个运营问题。当然本文强调的是对现有“盈利模式”的研究应该导入更多的财务学理念与内容。

1. 财务价值目标是评估公司盈利模式的唯一标准

任何公司必须也只能有一个统领全局的战略宗旨，那就是提升股东价值。所有的战略、所有的模式和所有的决策都必须服务于这个宗旨。故此，财务价值目标成为识别、评估和取舍各类及各层次战略和盈利模式的唯一标准。比如，顾客满意度、经营过程优化、技术创新、品牌提升理应带来优异的财务绩效，但是当其他因素尤其是相应的成本投入等失控时，就可能出现毁损公司财务价值的结局。再比如，低成本和差异化可以为企业带来竞争优势，但是两者的着眼点是不同的，低成本战略就是要求企业以较低的成本提供与其竞争对手相同的产品与服务；而差异化战略要求比竞争对手更好地满足客户需求的某个特定方面，其成本虽有所增加但是其售价不能超过客户愿意支付的水平。所以我认为成功的盈利模式往往是在经营战略指导下，对现有内部运营、市场