

管 理 科 学 论 丛

Essays on Management Science

可持续增长速度导向的 企业财务战略选择问题研究 ——基于中国上市公司的实证分析

曹玉珊 著



经济科学出版社

管理科学论丛

可持续增长速度导向 的企业财务战略 选择问题研究

——基于中国上市公司的实证分析

曹玉珊 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

可持续增长速度导向的企业财务战略选择问题研究：
基于中国上市公司的实证分析 / 曹玉珊著. —北京：经济
科学出版社，2008. 2

(管理科学论丛)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7078 - 9

I. 可… II. 曹… III. 上市公司 - 企业管理：财务
管理 - 研究 - 中国 IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 039175 号

责任编辑：文远怀 卢元孝

责任校对：杨 海

版式设计：代小卫

技术编辑：潘泽新

可持续增长速度导向的企业财务战略选择问题研究

——基于中国上市公司的实证分析

曹玉珊 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

880 × 1230 32 开 7.125 印张 210000 字

2008 年 2 月第 1 版 2008 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7078 - 9 / F · 6329 定价：15.00 元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

序

曹玉珊是一个对财务管理学有着痴迷爱好的年轻教师，也是我所带的博士生中思想比较活跃者之一。他在一次不经意间，阅读了罗伯特·希金斯和詹姆斯·范霍恩关于企业可持续增长方面的文献，从此对企业可持续增长方面的问题产生了浓厚的兴趣，进而“陷入”其中不能自拔。之后，他向我提出，要将企业可持续增长作为博士论文的写作主题。我当时并不是很赞同他的这个想法，主要是考虑到尽管这个题目有研究价值，但是可能不太容易进行大样本量的实证研究，而不进行实证方面的研究，根据西安交通大学管理学院的传统，这样的论文是难以顺利通过的。曹玉珊认真思考了我的建议，又阅读了几乎全部可以搜集到的国内外相关文献，再一次向我表示，尽管这个题目研究难度较大，但他有信心做好。现在看来，曹玉珊确实履行了自己的承诺，不但在理论上有了新的突破，而且对中国企业可持续增长的实际状况进行了实证分析。

与现有的关于企业可持续增长研究文献相比，曹玉珊的研究具有以下特点：

1. 将企业的可持续增长问题与企业财务战略问题相联系。一个好的财务战略，是在企业既定财务目标的前提下，保证企业较高的成长性，并且实现企业价值的增长。而将企业的可持续增长上升到财务战略高度来看待，既赋予了财务战略新的含义，也使可持续增长有了具体落脚点。从理论变为一项工作原则，可以发挥理论更大的效用。

2. 对于企业可持续增长的速度有了新的阐释。目前中国的部分上市公司喜欢通过市场再融资的方式实现跳跃式增长。曹玉珊因此提出了增长有效性的概念：如果企业规模的增长不能导致权益净利率同步增长，那么就是一种无效或低效增长模式，不宜提倡。因此，他在研究中特别关注增长的效率问题，并按照“高增长”、“有效的高增长”、“无效的高增长”、“低增长”、“有效的低增长”、“无效的低增长”等增长类型对研究企业进行了分类。曹玉珊的“效率原则”使我们更容易辨别企业的哪些高速增长更具有价值性，哪些应该摒弃。

3. 按可持续增长理论的效率原则对中国企业进行了实证分析。曹玉珊以1994~2003年为研究时间段，对我国部分上市公司的增长效率进行了检验，发现大部分上市公司的增长速度较高，但效益却不尽如人意，不能为股东创造更多价值。这个结论基本是可靠的，与我国上市公司这个期间的状况也基本吻合。

我知道，曹玉珊的研究并不是一帆风顺，其中充满了艰辛和曲折。但是，能够取得当前这样的阶段性的成果，与他的执著探索和忘我投入是分不开的。我对他的工作感到欣慰和满意。

对于企业可持续增长的命题，对于曹玉珊而言，我相信这只是一个起点。我希望他可以持续地研究下去，并能不断走向新的高度。

张天西

2008年2月于上海交通大学安泰管理学院

摘 要

在资源约束日趋严重和战略管理观念盛行的时代,企业可持续增长速度问题和财务战略选择效率问题成为当前企业财务管理中两个密切联系的热点问题,其关键在于:管理者如何把握企业财务战略选择的过程以实现企业规模和企业价值的同步增长。现有文献中关于这个问题的研究较为少见,且缺乏一定的理论基础与实践证据。

本书在辨析了主要概念之后,以基于代理学说的管理者财务行为理论——财务目标理论为基础,构建了一个分析可持续增长速度导向的企业财务战略选择问题的理论框架。然后,分别运用经济增长理论、战略管理理论和财务可持续增长理论,对速度目标的替代性、财务战略选择的效率性以及财务战略选择模式效率差异的主要形成路径三个框架要素进行了深入的理论分析,并提出了三个理论假说,进而分解成多个研究假设。本书以中国上市公司为样本资料,运用一元或多元线性回归分析法、Pearson 相关系数分析法、配对均值 t 检验法和 Logistic 回归分析法等多种方法,对以上研究假设进行了实证检验。主要的研究结论如下:

(1) 企业可持续增长速度是以权益净利率 (ROE) 为代表的价值目标的替代目标,即引导企业财务战略选择的直接效率目标。具体的研究发现包括:权益净利率和股票价格显著地正相关;中国上市公司没有按照平稳增长的速度增长,且企业增长速度与权益净利率的变化显著相关,但权益净利率变化方向不定。

(2) 企业财务战略选择是效率目标导向的,且可以实现速度

目标和价值目标的差异性效率要求,但偏向于实现作为直接效率目标的速度目标要求。具体的研究发现包括:中国上市公司增长速度的成因可以由企业财务战略的选择来解释;中国上市公司在追求高速增长时选择财务战略的主动性比较强,其主要成因是销售净利率、总资产周转率和权益乘数的显著变化;每一种增长速度下的增长都对价值目标的实现影响很大;权益净利率的变化也可以得到企业财务战略选择的解释;中国上市公司选择的财务战略更容易导致无效的增长,其主要成因是销售净利率、权益乘数、总资产周转率的显著变化和显著的新股发行行为。

(3) 企业财务战略选择的程序差异、长期增长速度的变化和特殊财务战略的运用,是速度导向的财务战略选择模式效率差异的主要形成路径。具体的研究发现包括:各分部财务战略存在一定的显著相关性,由此可以推断各个模式中企业财务战略选择存在程序差异;企业长期增长速度的变化会影响权益净利率的变化;并购行为主要取决于企业并购前两年的企业增长速度;并购战略能迅速而持久地提高企业增长速度,而权益净利率并没有因为并购而显著提高,反而使有些公司在并购的后续年份显著下降。

总之,中国企业管理者在总体上重视速度目标而轻视价值目标,因此而把握的财务战略选择过程,最终收获了增长但丧失了价值,实现了无效的高增长。



1	导论	1
1.1	研究背景与研究主题	1
1.2	研究目的与研究意义	3
1.3	研究思路与全书框架	5
1.4	研究内容与研究方法	7
2	相关研究综述	11
2.1	关于企业可持续增长速度的相关研究综述	11
2.2	关于企业财务战略选择的相关研究综述	29
2.3	对国内外相关研究的评价：尚待研究的问题	39
	本章小结	41
3	可持续增长速度导向的企业财务战略选择问题之 理论解析	42
3.1	增长速度导向的企业财务战略选择问题 理论分析框架	42
3.2	增长速度导向的企业财务战略选择问题理论 框架之构成要素分析	62
3.3	研究假设：基于理论框架内在逻辑的实证 分析路线	100

本章小结	103
4 可持续增长速度的企业价值目标替代效应分析	104
4.1 企业价值目标的计量指标选择: 权益净利率	104
4.2 权益净利率的价值相关性: 价值目标的 财务计量	106
4.3 增长速度与权益净利率变化的相关性: 速度目标的 替代性	114
本章小结	121
5 企业财务战略选择的目标导向性及其效率性分析	122
5.1 企业财务战略选择与企业增长速度的相关性: 速度目标导向的效率	122
5.2 企业财务战略选择与权益净利率变化的相关性: 价值目标导向的效率	132
5.3 实证结论对比: 财务战略选择的目标层次性及其 结果的效率差异	142
本章小结	143
6 增长速度导向的企业财务战略选择模式效率差异 之形成路径分析	144
6.1 企业财务战略选择程序差异分析: 不同目标导向的 过程特征	144
6.2 长期增长速度变化影响的财务战略选择效率: 速度 与价值的矛盾	152
6.3 特殊财务战略的效率分析: 突变速度目标导向下的 财务战略选择	163
本章小结	182

7 结论与讨论	184
7.1 研究结论与创新点	184
7.2 研究展望	188
参考文献	189
附录	203
致谢	214

导 论

1.1 研究背景与研究主题

随着战略管理观念的日益盛行，财务战略管理也逐渐成为企业财务管理的热门话题。这个热门话题至少包括以下三个关键的、逻辑相承的子问题：第一，什么是财务战略？第二，财务战略选择对于实现财务目标来讲，是否如同想象中的那么重要？第三，怎样制定和实施财务战略，或者财务战略选择有没有一个可以操作的实践模式，而且旨在实现财务目标的财务战略的制定与实施为什么会出现效率性显著差异的多种结果？对第一个子问题，理论界没有给出统一的解释；对第二个子问题，目前还没有发现来自中国企业的证据；对第三个子问题，则既没有来自理论界的统一解释，也没有发现来自中国企业的证据。

和财务战略管理问题密切相关的财务问题是企业财务可持续增长的问题，因为经由美国著名财务学家罗伯特·希金斯（Robert C. Higgins）等人发展而成的可持续增长模型（sustainable growth model, SGM），为以财务信息为基础生成财务战略提供了一个分析框架。模型中的关键术语是“可持续增长率”。它是指在不耗尽财务资源的情况下，企业销售增长所能达到的最大比率。该比率由企业的四个主要财务比率推导而成，可以用来指导财务战略的制定。

用经济学来解释,可知是企业增长的要求导致了财务资源的需求和合理配置的问题,而财务战略的选择则致力于解决这些问题。所以,企业增长应该是制定或选择财务战略的逻辑起点。但是,究竟什么是可持续增长?什么是可持续增长速度?可持续增长速度和财务目标的实现有什么关系?可持续增长速度将如何引导财务战略选择模式?可持续增长速度导向的财务战略选择模式又如何调和增长与价值的矛盾呢?理论界对这些问题讨论得并不多,且存在静态化的倾向,而最大的缺憾还是没有发现来自中国企业的证据。

实践中,财务管理者原来一直有“把增长看成是某些必须达到最大化的事情”的看法,即认为企业价值或者股东财富将随着销售和企业规模的增长而增长,但是因为增长过快而破产的公司数量和因为增长过慢而破产的公司数量几乎一样多(罗伯特·希金斯,2002)。尽管有些管理者意识到过于快速增长的危害,但总是苦于没有理论的支持和一些财务战略选择模式可供借鉴,因而失去了管理增长的财务智慧。

我国宏观经济正处于持续高速增长的时期,资源的约束日趋严重,资本效率也在总体上呈现徘徊和下降态势。多年来,宏观经济政策调控的主要目标之一是稳定经济增长速度、提高资本效率,实现经济的可持续发展(王宏伟,2002)。折射到微观企业中,那就是我国企业普遍热衷于快速增长,但是只有为数不多的企业实现了价值增值。怎样进行有效的财务战略管理以“和谐”地增长,即促进企业规模和企业价值的同步增长,是当前摆在我国企业财务管理者面前的一个难题。

综上所述,本书的研究主题是:从企业财务战略选择的操作程序及其结果效率差异性的角度,对可持续增长速度导向的企业财务战略选择进行模式分类,分析以企业可持续增长速度为导向选择财务战略的理论基础,以及各个模式的效率差异状况及其形成路径,寻找来自中国企业的证据,借以指导中国企业管理者相关的财务管理实践。这个研究主题力求解释增长与价值的矛盾性与统一性,并

讨论如何通过基于企业可持续增长速度的财务战略选择来调和增长与价值的矛盾,最终使两者达到统一。对应于本书主题的研究命题是:管理者可以企业可持续增长速度为导向并把握财务战略选择过程来实现预定的效率目标。

1.2 研究目的与研究意义

通过恰当的财务决策以实现预定的财务目标是企业财务管理学的核心问题。从以教科书为代表的现代财务管理学理论^①来看,企业财务目标被公认为股东财富最大化或者企业价值最大化,而财务决策主要包括三大块:寻求净现值最大项目的投资决策(investment decision)、选择最佳资本结构的筹资决策(financing decision)、制定合理营运资本政策的营运资本管理(working capital management)^②。到了20世纪八九十年代,关于这个企业财务管理学核心问题的解释和解答,受到了来自企业财务管理学内部和外部两股新思潮的强力冲击:第一,美国资深的财务学家希金斯提出了管理增长、实现可持续发展的财务策略是具体实现财务管理目标的必要途径,范霍恩对可持续增长率计算模型作了动态化的改进,罗斯(S. A. Ross)则认为可持续增长是传统财务决策的中间目标;第二,随着战略管理思想的走红,有一批财务学者(陆正飞,1997;等)认为财务决策应该上升到财务战略管理的高度,如此才能够更有效地实现既定的财务目标。但是,财务管理理论界对这些新思潮的反应并不能

^① 财务学教科书是财务学家传播财务思想和观念,推介财务理论,为企业提供财务分析手段,促进社会公众对财务学科的理解和重视的重要宣传工具之一。教科书反映一定历史条件下财务理论的发展水平,具有不可忽视的历史作用(沈艺峰,2002)。作为经济学和管理学分支学科的、直到20世纪80年代初才完成旧思想向新思想转变的财务管理理论尤为如此。

^② 以美国财务学会前主席(1984)范霍恩(J. C. Van Horne)撰写的、至2001年已整整出了10版的经典教材《财务管理与政策》为例。

令人满意,表现在:首先,关于可持续增长、财务战略等核心概念的阐述并不统一,也不能做到“财务术语化”,更鲜有涉及这些概念和财务目标、财务决策之间的关系;其次,关于以企业可持续增长速度为导向选择财务战略的必要性和可能性的讨论与结论甚为少见;最后,关于以企业可持续增长速度为导向选择财务战略的具体操作模式及其效率差异的解释和建议几近空白。这些问题可详见后面的文献综述。

世纪之交的中国企业经历了近十年的高速增长,但是企业价值增加的成分屈指可数。这一点也可详见后文的实证分析。加入WTO之后,当面临着更加激烈竞争的国际市场时,实务界对这个企业财务管理学的核心问题不得不进行重新审视:企业究竟如何进行财务管理才能够实现企业增长和价值增值?尤其是其中具体的、可操作的理念、程序及其模式需要得到详细的解释和证明。

因此,本书的研究目的在于,通过理论分析和实证研究,探索中国企业以可持续增长速度为导向进行财务战略选择的问题,包括财务战略选择(结果)模式效率差异的形成原因、状况及形成路径问题。围绕着本书的主题,针对该问题的理论分析框架中的三个构成要素:速度目标导向的必要性,即企业增长速度是价值目标的替代财务目标或者直接效率目标;财务战略选择的可能性,即企业财务战略选择的目标导向性与效率性;速度导向选择财务战略的过程及结果的可操作性,即财务战略选择结果的效率性差异形成路径,本书主要探讨以下三个问题:

(1) 企业可持续增长速度是否必然作为引导财务战略选择的替代财务目标,即直接效率目标?

(2) 企业财务战略的选择是否一定能够实现二重财务目标的差异性效率要求?财务战略选择结果的效率差异状况如何?

(3) 企业可持续增长速度导向的财务战略选择模式的效率性差异,在实践操作上有哪些主要形成路径?

本书的研究意义表现在：

(1) 通过对国内外有关企业可持续增长速度和企业财务战略选择方面的研究文献系统性梳理，辨析了所研究问题的主要相关概念，在整合相关理论的基础上构建了一个理论分析框架。这些研究一方面丰富了现有的财务管理理论^①；另一方面为这个领域的后续研究夯实了理论基础。

(2) 通过基于我国上市公司的实证分析，本书考察了企业可持续增长速度的企业价值目标替代效应，证实了企业财务战略选择的目标导向性与效率性及其差异特征，提出了以企业可持续增长速度为导向选择财务战略的实践模式并总结了各个实践模式效率差异的主要形成路径，以期能够为管理者改善其财务决策行为提供指导，同时也可为投资者、政府部门以及其他利益相关者评价管理者业绩提供参考。

1.3 研究思路与全书框架

本书按照提出问题、分析问题和解决问题的研究思路展开研究：第一，基于研究背景阐述提出研究命题，即管理者可以企业可持续增长速度为导向并把握财务战略选择过程实现预定的效率目标；第二，通过考察国内外相关研究文献，明确该研究命题所包含的问题，即“增长速度导向的企业财务战略选择问题：为什么？状况如何？可否把握？”及其研究空间；第三，运用基于代理学说的管理者财务行为理论——财务目标理论，解释企业财务战略选择目标及其效率差异的含义，并进一步基于经济增长理论、战略管理理论和财务可持续增长理论，分别对上述三个方面的问题进行深入

^① 后文的理论分析部分将其称为“基于代理学说的管理者财务行为理论——财务目标理论”。

的理论分析, 提出三个理论假说, 并按照这三个理论假说的逻辑联系——必要性、可能性、可操作性, 将其作为理论分析框架的三个构成要素; 第四, 在这些理论分析的基础上, 运用多种检验方法对这三个理论假说及其分解的多个研究假设进行实证研究; 第五, 根据实证检验结果形成本书的研究结论。

本书的研究思路如图 1-1 所示:

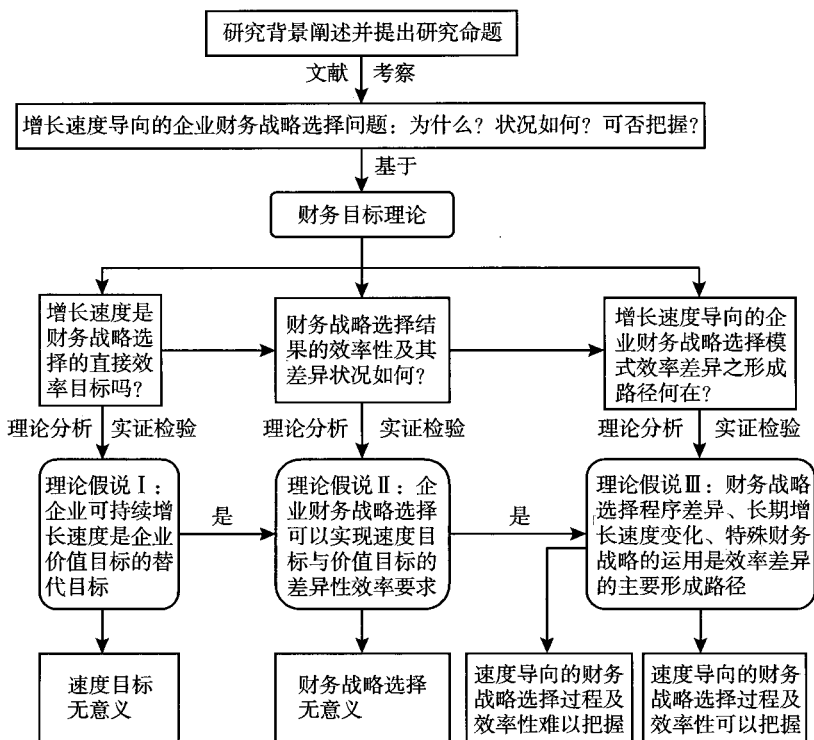


图 1-1 本书的研究思路

按照图 1-1 所示的研究思路, 本书的结构框架如图 1-2 所示。