



中山大学会计论丛

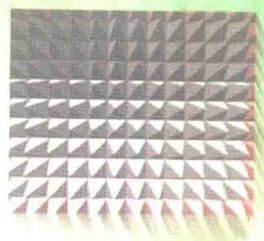
ZHONGSHAN UNIVERSITY

SERIES IN ACCOUNTING

财务战略

——着重周期性因素影响的分析

魏明海 等/著



中国财政经济出版社

中山大学会计论丛

财 务 战 略

——着重周期性因素影响的分析

魏明海 等著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

财务战略：着重周期性因素影响的分析/魏明海等著. —北京：中国财政经济出版社，2001.11

(中山大学会计论丛)

ISBN 7-5005-5422-2

I. 财… II. 魏… III. 企业管理：财务管理—文集
IV. F275-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001) 第 086658 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

E-mail: cfeph@dre.gov.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100036

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 10.125 印张 246 000 字

2001 年 12 月第 1 版 2001 年 12 月北京第 1 次印刷

印数：1—5 000 定价：20.00 元

ISBN 7-5005-5422-2/F·4800

(图书出现印装问题，本社负责调换)

国家自然科学基金资助项目

总 序

魏明海

在新千禧之年刚刚来临之际，我们组织撰写的《中山大学会计论丛》很快就要出版，并与广大的读者见面了。

《中山大学会计论丛》试图体现两个方面的特色：一方面是将我们的研究融入现代会计和会计理论发展的主旋律中；另一方面是在我们的学术探索中充分体现中山大学的人文精神和校园文化。

现代会计和会计理论发展的主旋律是什么？我们的研究是否要融入这一主旋律中去？这不仅仅是我们组织撰写《中山大学会计论丛》时考虑过的问题，也是我们内部在相互切磋、共同探索中经常思考的问题。现代会计的产生与商品市场、资本市场和经理市场的形成、发展相联系。最近一段时期以来，我们愈来愈感受到金融市场、公司组织结构、信息技术发展对会计的影响和推动。在会计学术界，理论的研究也愈来愈关注信息披露、资产估价、管理激励和会计政策选择等一系列问题。在我们的这套论丛中，既有讨论会计准则、会计政策选择、信息披露和注册会计师制度的，又有专门研究不确定性会计、会计文化和智力资本会计的。

同时我们还注意到现代会计理论研究方法的多样化。尽管实证、分析性的研究方法在主流学派中得到了广泛的运用，但规范

的研究方法仍很有价值。在我们的这套论丛中，有的研究比较多地采用规范的研究方法，而有的则尝试采用了实证的研究方法。

中山大学是一所非常有传统的高等学府。当年孙中山先生创办中山大学时，就确定了“博学、审问、慎思、明辨、笃行”的校训。孙中山先生“天下为公”的精神境界和冯乃超老校长的教育思想对于每一位中大人产生了巨大的影响。我们深深感受到“有容乃大”、立志做“大事”，特别是把学问作为一件大事的情景在中山大学随处可见。近年来，我们也依照“有容乃大”的思想，吸纳各方人才、吸收各种理论流派、同各方人士交流、与境内外各类机构合作，从中得到养分和支持，有了一些进步和发展。这套论丛就是我们在与外界交流合作过程中取得的主要成果，也是各方人士加入中山大学管理学院会计学系时或之后献给这个集体的一份厚礼。

由于我们这个集体还非常年轻，根基不深、积累不厚，还处于发展的初期，这套论丛肯定会有许许多多的不足和局限性。我们之所以这个时候就拿出来，一方面是要给大家，尤其是在这个集体工作的年轻学者与学术界交流的机会；另一方面是要得到社会各界，特别是会计学术界的批评指正，以帮助我们提高得更快一些、发展得更快一些！

前 言

随着国际经济环境的变化，近十多年来，战略管理已成为工商管理中的一个重要研究领域。与此相配合，财务战略也日益受到财务学术界和实务界的关注。

本书是国家自然科学基金项目《企业财务战略与商业周期的相关性研究》的主要成果汇集，取名为《财务战略——着重周期性因素影响的分析》。

目前，尽管国内外的财务学者发表过较多有关企业财务战略的研究成果，但这些研究对周期性因素的影响及公司治理结构这一制度基础关注得还远远不够，对财务战略的生成理论、对企业重要财务战略的研究都还有待深化和提升。本书在讨论企业的财务战略时首先是着重于研究周期性因素的影响。同时，还是以公司治理结构作为企业财务战略的制度基础进行研究的。很明显，在研究企业财务战略时，对周期性因素和公司治理结构的考虑是不完全相同的。在本书的研究中，除了分析财务战略生成的理论框架外，我们还以公司治理结构为制度基础，着重于周期性因素的影响，重点讨论了资本市场选择与融资渠道战略分析、资本结构和举债经营管理、公司信用政策、投资战略、战略性重组、成本战略和公司股利政策等问题。

作为国家自然科学基金项目成果汇集，本书反映了集体的研

究成果。在魏明海的主持下，中山大学管理学院和兄弟院校的多位教师、一批博士和硕士生参加了本项目的研究。他们是：龚凯颂、蒋尧明、唐清泉、姚益龙、何珊、杨永红、施鲲翔、张雁翎、苏赞、林舒和钟秀琴等同志。

本书的最后一稿，由魏明海主笔，负责提出全书的提纲，并撰写部分章节。全书执笔人还有龚凯颂、唐清泉、何珊、杨永红、施鲲翔、张雁翎、苏赞、林舒等，最后由魏明海总纂定稿。

本书的成稿和出版得到了国家自然科学基金、中山大学管理学院和会计学系、中国财政经济出版社的大力支持，在此表示衷心的感谢！

本书虽经多次修改，但仍然很不成熟。财务战略是一个新兴的研究领域，涉及的影响因素很多。本书着重研究的仅仅是周期性因素，在讨论有些问题时可能存在以偏概全的现象。我们诚恳地期望得到专家学者们和广大读者的批评、赐教，以便进一步修改和完善。

作 者

2001年12月于中山大学康乐园

目 录

第一章 财务战略的生成.....	(1)
第一节 战略、企业战略和财务战略.....	(1)
第二节 财务战略生成的基本理论.....	(9)
第三节 财务战略环境分析.....	(12)
第四节 核心能力分析.....	(21)
第五节 本书的研究框架和主要内容.....	(27)
第二章 资本市场选择与融资渠道战略分析.....	(31)
第一节 资本市场选择理论.....	(31)
第二节 资本市场选择的周期性因素分析.....	(40)
第三节 融资渠道战略分析.....	(52)
第三章 资本结构与举债经营管理.....	(99)
第一节 资本结构理论发展回顾.....	(99)
第二节 资本结构战略管理.....	(109)
第三节 影响资本结构优化的因素分析.....	(117)
第四节 企业举债经营的计划与管理.....	(139)
第四章 公司信用政策.....	(152)
第一节 应收账款投资及其管理目标.....	(152)
第二节 信用政策的内容.....	(153)
第三节 信用政策的收益、成本与风险分析.....	(154)
第四节 周期性因素对公司信用政策的影响.....	(159)
第五节 信用政策管理策略.....	(162)

第五章 投资战略	(168)
第一节 商业周期对企业投资战略的影响	(168)
第二节 投资品种风险报酬特性分析	(172)
第三节 投资品种之间风险报酬的相关性分析和投资组合研究	(176)
第六章 战略性重组	(180)
第一节 战略性重组的概念	(181)
第二节 公司战略扩张重组	(183)
第三节 基于行业生命周期的战略扩张重组方向与绩效分析	(187)
第四节 建议和局限性	(208)
第七章 成本战略	(215)
第一节 企业成本战略的地位	(215)
第二节 基于商业周期的企业成本战略	(218)
第三节 基于行业生命周期的企业成本战略	(222)
第四节 产品生命周期中的企业成本战略	(229)
第八章 公司股利政策	(235)
第一节 股利政策与经济预期的关系	(235)
第二节 股利政策信号作用的理论研究	(238)
第三节 我国上市公司股利政策的现状和特点	(242)
第四节 影响我国上市公司股利政策传递盈利信息信号作用的主要因素	(248)
附录 财务战略的制度基础：公司治理结构	(275)

第一章 财务战略的生成

在现代企业财务管理中，财务战略无论从理论研究还是从实践应用角度看都具有举足轻重的地位。目前，尽管国内外的财务学者发表过较多有关企业财务战略的研究成果，但这些研究对周期性因素这一外部环境的影响，及公司治理结构这一制度性基础关注得还很不够，对财务战略的生成理论、对企业重要财务战略的研究都还有待深化和提升。本章首先明确了与财务战略有关的若干基本概念。在此基础上，对财务战略的生成理论、影响因素进行研究。此外，还将介绍本书的基本框架和主要内容。

第一节 战略、企业战略和财务战略

对战略（strategy）这个概念，人们并不陌生。它最早源于军事领域，我国古代的《孙子兵法》就是一部闪烁着杰出战略思想的不朽巨著。毛泽东也曾对战略的任务、战略与战术的区别作过精辟的论述：“研究带全局性的战争指导规律，是战略学的任务。研究带局部性的战争指导规律，是战役学和战术学的任务。”^①我国《辞海》将战略定义为：“战略是依据敌对双方军事、政治、经济、地理等因素，照顾战争全局的各方面、各阶段

^① 《毛泽东选集》第一卷，人民出版社，1978年，172页。

之间的关系，规定军事力量的准备和运用。如武装力量的建设、作战方针和作战指导原则的制定等。”^①可见，战略是指对战争的全局筹划和指导，是一种思维方式和一个决策过程。

随着人类社会的发展，战略原理被应用到各学科领域、衍生出许多新的专业用语，如国民经济发展战略、外交战略、教育发展战略等，并促成了许多新研究领域的出现，企业战略就是其中之一。最早把“战略”引入企业管理领域的是美国管理史学家 A. 钱德勒，他在《战略与组织结构》一书中阐述了战略决策的概念及内容，但当时并未引起管理界的普遍关注。直到 H. I. 安索夫的《企业战略论》一书的出版，“战略”才得到了企业界广泛的重视。直到今天，人们还把该书看作是一部最早对企业战略进行系统阐述的经典著作。

“战略”、“企业战略”、“战略管理”已成为企业管理人员、管理学者最常使用的术语。但在不同的时期、从不同的角度，人们对这些术语，特别是对“企业战略”的认识仍存在较大的差异，从而形成了不同的战略管理学派。一些学者认为，战略知识的大量繁衍、综合、分化已成为战略管理的现实，“战略理论丛林”已悄然形成。表 1-1 列示的就是有关“企业战略”概念的部分经典解释。

企业战略是适应现代社会经济发展变化而形成的一种新的管理思维，它随着社会经济环境的发展而不断发展。从以上引用的几则经典概念不难看出，人们对战略的理解在各时期有所不同。在 20 世纪 60 年代企业战略的发展初期，管理界的思维主要以营销、生产和财务等单项职能为导向，相应地，这时的学者把战略的概念解释为关于企业的整体思维方式，这种论述多为概念性而

^① 《辞海》，上海辞书出版社，1980 年，1351 页。

非分析性，因而难以解释企业竞争优势的基本管理问题。

表 1-1

“企业战略”的概念

时间	作者	概念内容	重点
1962	钱德勒	企业战略是影响和决定企业的基本长期目标和目的，选择企业达到既定目标所遵循的路线途径，并为实现这些目标和途径对企业已有资源进行最优化配置	战略适应环境，结构适应战略，注重企业资源
1965	安索夫	战略构造应是一个有控制、有意识的正式计划过程，战略通过逐级分解而贯彻	战略是不同于一般计划的面向未来和全局的计划体系
1971	安德鲁斯	企业战略是使组织自身的条件与所处的环境的机会适应，应该设计一种模式，将企业目标、方针政策、活动和竞争优势相结合……	设计未来的战略，其结果是一个推进模式
1987	波特	战略就是在市场中普遍的、具有标志性区分作用的定位，战略的核心是选择不同竞争对手的经营行动，是产生独特性和有价值定位的一系列不同的行动	战略将产生与竞争对手不同的独特效果，因此分析竞争很重要
1990	C. K. 潘尔德、哈默	企业战略是建立、识别核心竞争力以保障企业的未来	核心能力是价值创造源泉
1996	哈默	企业战略就是革新，除此以外，其他活动均属战术	强调革新

(本表部分资料来源：《面向 21 世纪的企业与市场》，341 页)

随着战略思维在经济组织中的发展应用，特别是 70 年代之后大量企业走多元化经营道路，使业务组合在不同市场中竞争成为战略学者的研究课题。这一时期，人们逐渐把战略分成两个层面，即业务层面的战略和公司层面的战略。其中，业务层面的战略（或称业务单元战略）主要解决如何在一个具体的、可识别的市场上提高竞争力、构建可持续竞争优势等问题，如设计营销、融资等业务的处理流程等；公司层面的战略则指一家多元化经营公司的总体计划，它关注整个组织的经营范围，从结构和财务的角度来考虑如何经营。这两个层面的区分导致了許多适用于不同层面战略分析框架与技术的产生，如波特的三种基本竞争策略、波士顿咨询公司的成长/市场份额矩阵等，对以后战略制定的理论与实务操作都产生了极大的影响。

但同时，由于这两个层面的战略之间有着密切的联系，两者相互重叠的领域又经常是整个战略成败的关键所在，贸然将其分割将导致两者协调不当，最终阻碍了整合过程。因此，在 80 年代末、90 年代初，一些学者在协调两个层面战略的同时，从不同的角度，更深入地挖掘“企业战略”的内涵。如基于价值的观点认为，企业战略是对股东价值进行全盘管理的方法，应通过计算“经济附加值”来决定现有和未来每项业务的取舍；而基于资源的观点则认为，核心能力是贯穿于企业各项业务的线索并将其有机地联系成一个整体，是价值创造的源泉，因此如何获取和发展核心能力是企业战略的关键所在。

从西方 30 多年企业战略理论的简单回顾中可以发现，对“企业战略”概念的认识已成百家争鸣的态势。由于本书的重点并不是论证“企业战略”的概念，我们也无意在众多的定义中锦上添花，在此仅综合各家之说，提出一个较为广泛的定义：企业战略，是指在分析外部环境和内部机制基础上，通过协调、配置

和构造在多个市场上的业务活动，形成和发展企业的核心能力，并以此来创造企业价值的思维方式及决策活动。图 1-1 较直观地展现了这一定义的内容：

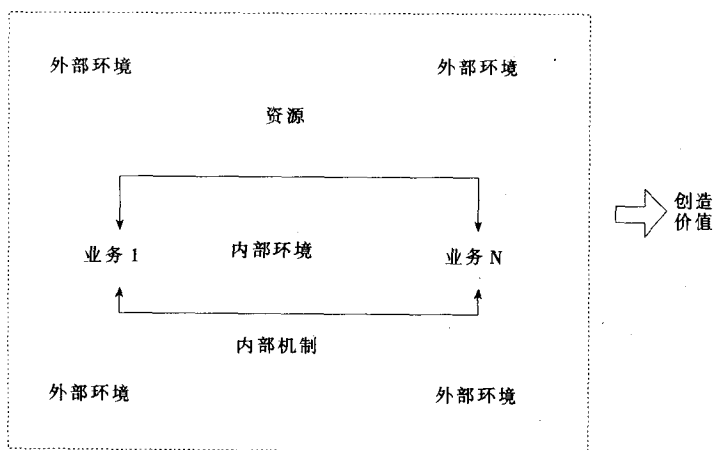


图 1-1 企业战略的概念

需要说明的是：

(1) 虽然定义中没有直接指出，但由于企业战略本身也应具备战略的特性，因此，企业战略应是对企业未来的长期性、全局性的规划；

(2) 企业战略是在分析企业内外部环境基础上，确定企业可运用的资源和面临的环境，找出自身的优势和弱点，并与面临的机会和威胁相配合，做到知己知彼，百战不殆；

(3) 企业战略应通过内部机制（包括制度、政策、组织结构等）协调、配置和构造在多个市场上的业务活动，并在此过程中形成和发展企业的核心能力，营造企业的竞争优势；

(4) 企业战略的最终目的是创造价值；

(5) 这里的企业战略也是一种思维方式和一项决策活动。有些学者把企业战略等同于战略管理，即包括了战略制定、战略实施和战略评价三个阶段。而在本书中，我们强调企业战略是一种思维方式，是一个分析过程和一项决策活动，因此，企业战略主要与战略的制定有关。

现代战略思想体现在财务管理上，形成了企业的财务战略。由于财务战略涉及到了企业战略和财务管理两大领域，人们对这两个术语的解释已是众说纷纭，要给“财务战略”下一个定义，可以说是难上加难。因此，国外财务管理或战略管理方面的教科书一般极少出现“财务战略”一词，通常只是用一定的篇幅论述在作财务决策时应考虑战略因素的影响，或在战略管理中应注意的财务问题。例如，美国著名战略管理专家 W. H. 纽曼 (W. H. Newman) 曾指出：在制定关于资本运用和来源的战略时，最需要关注的是现金流量^①。他们对“财务战略”一词没有明确的定义，更缺少系统的研究。

我国学者在这方面做了有益的尝试，如刘志远在《企业财务战略》一书中将“财务战略”定义为：“为谋求企业资金均衡有效的流动和实现企业战略，为增强企业财务竞争优势，在分析企业内、外部环境因素对资金流动影响的基础上，对企业资金流动进行全局性、长期性和创造性的谋划，并确保其执行的过程。”^② 陆正飞在《企业发展的财务战略》中采用的财务战略概念是“对企业总体的长期发展有重大影响的财务活动的指导思想和原

① W. H. Newman, Strategy——A Multi - level Integrative Approach, South - Western Publishing Co., 355.

② 刘志远,《企业财务战略》,东北财经大学出版社,1997年,25页。

则”^①。这两个概念突出了财务战略的几个基本特征，如全局性、长期性、重要性等，但却存在以下两点不足：一是“谋求企业资金均衡有效的流动”是企业在进行长期财务规划、财务方案取舍过程中所采用的标准，并非最终目的，此处将其与实现企业战略相并提，显然不妥；二是“分析企业内、外部环境因素对资金流动影响”是财务战略分析的起点，但不是全部，因为对每一种方案还必须进行综合分析，以确定其净（现）值。同时，一些项目本身无利可图，但对于创造企业的整体价值却有极大贡献，此时就必须从企业整体战略的角度对资金的流动进行修正分析，因此总体而言，这种分析应以价值为基础。

根据上述讨论，我们将“财务战略”定义为：财务战略是指在企业战略统筹下，以价值分析为基础，以促使企业资金长期均衡有效地流转和配置为衡量标准，以维持企业长期盈利能力为目的的战略性思维方式和决策活动。

对这一定义的理解，应注意以下几点内容：

（1）在组织关系中，财务战略从属于企业战略。一方面，财务活动是企业活动的一个职能领域，是企业战略的一个子战略；但另一方面，财务职能是企业发展的中坚力量，企业所有的经营活动都离不开资金的流转，离不开资本的运营，这就决定财务战略必然会影响企业战略的方方面面。如果它不能配合企业战略的发展，必然会使企业战略成为“空中楼阁”。因此，一个成功的企业战略，必然有相应的财务战略与之相配合，财务战略既从属于企业战略，又制约和支持企业战略的实现，两者是辩证的关系。

（2）在战略分析上，以一定环境因素和制度背景下的价值分

^① 陆正飞，《企业发展的财务战略》，东北财经大学出版社，1999年，8页。