

# 公司财务战略

——基于企业价值持续增长视角

GONGSICAIWUZHANLUE

姚文韵 著



南京大学出版社

本书由南京财经大学学术著作出版基金资助

本书是江苏省社科基金“人民币升值对高新技术企业财务保障影响研究”(08EYB016)的阶段性成果

# 公司财务战略

——基于企业价值可持续增长视角



南京大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

公司财务战略：基于企业价值可持续增长视角 / 姚文韵著. — 南京：南京大学出版社，2011.3

ISBN 978-7-305-08174-3

I. ①公… II. ①姚… III. ①公司—财务管理 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 033261 号

出版发行 南京大学出版社  
社 址 南京市汉口路 22 号 邮 编 210093  
网 址 <http://www.NjupCo.com>  
出 版 人 左 健

书 名 公司财务战略——基于企业价值可持续增长视角  
著 者 姚文韵  
责任编辑 王日俊 编辑热线 025-83592193

照 排 南京南琳图文制作有限公司  
印 刷 丹阳市兴华印刷厂  
开 本 880×1230 1/32 印张 7.375 字数 220 千  
版 次 2011 年 3 月第 1 版 2011 年 3 月第 1 次印刷  
ISBN 978-7-305-08174-3  
定 价 28.00 元

发行热线 025-83594756 83686452  
电子邮箱 [Press@NjupCo.com](mailto:Press@NjupCo.com)  
[Sales@NjupCo.com](mailto:Sales@NjupCo.com)(市场部)

---

\* 版权所有,侵权必究

\* 凡购买南大版图书,如有印装质量问题,请与所购  
图书销售部门联系调换



随着经济的高速发展,人们越来越重视企业价值的可持续增长,而一个企业是否具有可持续增长能力,在很大程度上取决于它的企业战略,尤其是财务战略。目前国内外对“企业财务战略”这个概念还没有形成统一认识,国外财务管理或者战略管理方面的文献中很少采用“财务战略”一词,通常只描述在做财务决策时应考虑的战略因素,或者是在讨论战略管理时涉及到的财务问题。国内研究财务战略的文献有一些,但基于企业价值可持续增长视角的却不多见。

本书的逻辑体系是:首先从财务角度提出公司管理层盲目追求企业高速增长会给企业带来很多财务风险。高速增长会使一个公司的资源变得相当紧张,资金链断裂等财务动因甚至会导致企业破产。然后本书论证了财务战略决策对企业价值创造能力的影响,研究结果表明财务战略决策与企业价值的可持续增长显著相关。在此基础上,构建了财务战略决策的模型和集成化财务战略模式,制定出适合企业不同生命周期的投资、筹资和分配财务战略,这是一个动态的财务战略,能够适应企业的整个发展过程。本书将这样的思路在我国上市公司进行大胆应用,用案例分析方法进行详细说明,从理论和实证两方面论证了财务战略决策是影响

企业价值可持续增长的重要动因,最终得出正确的财务战略决策,可以大幅提升企业价值创造能力的结论。

本书的研究只是做了一些尝试性的探索,期望中国上市公司的管理层能够真正意识到财务战略对企业价值可持续增长的重要性,促使企业财务资源得以更加有效的配置,从而增加企业价值。本书的研究为进一步完善 VBM 管理系统和财务战略决策提供了一些新思路。

由于我国上市公司的发展还存在很多不完善的地方,公司财务战略在实践中更是处于摸索阶段,再加上个人的水平有限,因此,书中存在很多不成熟之处,敬请各位读者批评指正。

作者

2011年3月



前言	( 1 )
<b>第一章 绪论</b>	( 1 )
第一节 研究背景	( 1 )
第二节 研究企业价值可持续发展的财务战略的意义	( 4 )
一、理论意义	( 4 )
二、现实意义	( 8 )
第三节 研究内容	( 13 )
第四节 研究方法与技术路线	( 16 )
一、规范研究	( 16 )
二、实证研究	( 16 )
三、技术路线	( 18 )
<b>第二章 国内外研究综述</b>	( 19 )
第一节 企业价值理论	( 19 )
第二节 价值创造理论	( 21 )
一、企业价值创造的涵义、特点和要求	( 21 )
二、价值创造理论综述	( 23 )
三、企业价值及其增长理论	( 29 )

四、评价价值创造的理论依据 .....	( 30 )
第三节  可持续发展理论 .....	( 32 )
一、可持续发展模型及其优势 .....	( 32 )
二、可持续发展的理论基础 .....	( 34 )
第四节  财务战略理论 .....	( 40 )
一、财务战略的内涵 .....	( 40 )
二、财务战略的分析工具 .....	( 55 )
第五节  与企业价值可持续发展 和财务战略相关的实证 研究回顾 .....	( 60 )
一、与企业价值可持续发展相关的实证研究回顾 .....	( 60 )
二、与财务战略管理相关的实证研究回顾 .....	( 64 )
本章小结 .....	( 67 )

### 第三章 财务战略选择对企业价值可持续发展影响的实证研究 .....

第一节  研究目标与方法 .....	( 69 )
一、研究目标 .....	( 69 )
二、研究方法和步骤 .....	( 69 )
第二节  样本的选取与数据收集 .....	( 71 )
一、指标选取 .....	( 71 )
二、样本选择 .....	( 77 )
三、数据处理分析 .....	( 96 )
本章小结 .....	( 102 )
一、企业价值的可持续发展与财务战略的相关性 显著 .....	( 102 )
二、财务战略促进优质企业价值可持续发展更为 明显 .....	( 104 )

三、优质企业和劣质企业的共同点和区别 .....	(104)
四、宏观经济的发展也带动了企业价值的增长 ..	(105)
<b>第四章 建立企业价值可持续发展的财务战略模型</b> .....	(107)
<b>第一节 财务战略是影响企业价值可持续发展的重要</b>	
<b>动因</b> .....	(107)
一、财务战略对价值创造的意义 .....	(107)
二、财务战略对可持续发展的意义 .....	(109)
三、财务战略对财务保障体系完善的意义 .....	(110)
<b>第二节 制定财务战略模型的目标</b> .....	(111)
一、价值创造 .....	(111)
二、可持续发展 .....	(112)
<b>第三节 财务战略实施的标准</b> .....	(114)
一、价值创造的衡量标准 .....	(114)
二、可持续发展的衡量标准 .....	(122)
<b>第四节 制定财务战略的原则</b> .....	(123)
一、财务战略的制定要与宏观经济周期相适应 ..	(123)
二、企业财务战略制定必须与企业生命周期相适应	
.....	(124)
三、企业财务战略的选择必须与企业经营管理方式	
相适应 .....	(125)
四、制定富有弹性的财务战略 .....	(125)
<b>第五节 企业价值可持续发展的财务战略模型的建立</b>	
.....	(126)
一、构建企业价值可持续发展的财务战略模型思路	
.....	(126)
二、不同生命周期阶段财务战略的特征 .....	(127)
三、基于财务战略矩阵的财务战略模型 .....	(128)



四、财务战略矩阵相关指标评述 .....	(131)
本章小结 .....	(133)

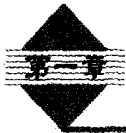
## 第五章 构建动态的集成化财务战略模式 .....

第一节 动态财务战略管理过程 .....	(136)
一、企业财务战略规划 .....	(136)
二、企业财务战略实施 .....	(137)
三、企业财务战略控制 .....	(137)
四、企业财务战略修正 .....	(138)
五、财务战略的执行力 .....	(138)
第二节 动态的集成化财务战略模式 .....	(139)
一、建立集成化财务管理模式的意义 .....	(139)
二、企业集成化财务战略模块 .....	(142)
本章小结 .....	(182)

## 第六章 造纸行业上市公司案例分析 .....

第一节 案例选择依据 .....	(184)
一、造纸行业上市公司发展背景 .....	(184)
二、造纸业上市公司的基本财务状况 .....	(187)
第二节 晨鸣纸业财务战略案例分析 .....	(189)
一、公司简介和基本情况 .....	(189)
二、财务战略矩阵模型的应用 .....	(191)
三、晨鸣纸业案例分析结论 .....	(198)
第三节 宜宾纸业财务战略案例分析 .....	(199)
一、公司简介和基本情况 .....	(199)
二、财务战略矩阵模型的应用 .....	(200)
三、宜宾纸业案例分析结论 .....	(205)
本章小结 .....	(207)

<b>第七章 后金融危机时代企业的财务保障措施</b> .....	(208)
<b>第一节 后金融危机时代我国企业面临的财务环境</b>	
.....	(208)
一、人民币升值的长期性 .....	(208)
二、经济结构亟待优化 .....	(210)
三、财务风险加剧 .....	(211)
四、经济全球化已成为事实 .....	(211)
<b>第二节 后金融危机时代企业的财务应对措施</b> .....	(211)
一、扩大融资渠道,改善资本结构,降低资本成本	
.....	(212)
二、改善资金投向和产品结构 .....	(212)
三、防范流动性风险和外汇风险 .....	(213)
四、增强企业的自主创新能力 .....	(213)
五、积极参与资本运作,防范财务风险.....	(214)
 <b>结束语</b> .....	 (215)
 <b>参考文献</b> .....	 (219)



# 绪 论

## 第一节 研究背景

2001—2010年中国宏观经济全面向好,GDP以每年10%左右的速度稳定高速增长。与此同时,资本市场却经历了熊市与牛市的不断交替,资本市场在2001年创出2 245的高点后大幅下跌,此后在2007年达到历史高点6 124点后也经历了一轮超级幅度的下跌,而与此同时GDP却是稳步上升。

表 1.1 1993—2009年 GDP与资本市场相关数据一览表

时间	GDP(亿元)		证券化率	总市值(亿元)		上证指数	
	年度累计	同比增长率(%)	证券化率(%)	期 末	同比增长率(%)	期 末	同比涨跌幅(%)
2009年	340 507	9.1	86.96	296 090.95	96.68	3 277.14	79.98
2008年	314 045	9.6	47.94	150 544.95	-63.15	1 820.81	-65.39
2007年	265 810	14.2	153.68	408 490.83	280.22	5 261.56	96.66
2006年	216 314	12.7	49.67	107 434.73	194.6	2 675.47	130.43
2005年	184 937	11.3	19.72	36 467.59	-11.74	1 161.06	-8.33
2004年	159 878	10.1	25.84	41 317.35	-13.72	1 266.5	-15.4
2003年	135 823	10	35.26	47 885.15	11.83	1 497.04	10.27

(续表)

时间	GDP(亿元)		证券化率	总市值(亿元)		上证指数	
	年度 累计	同比增长 率(%)	证券化率 (%)	期 末	同比增长 率(%)	期 末	同比涨跌 幅(%)
2002年	120 333	9.1	35.58	42 819.32	-12.47	1 357.65	-17.52
2001年	109 655	8.3	44.61	48 918.62	-6.11	1 645.97	-20.62
2000年	99 215	8.4	52.52	52 103.35	81.32	2 073.48	51.73
1999年	89 677	7.6	32.04	28 735.97	35.26	1 366.58	19.18
1998年	84 402	7.8	25.17	21 245.12	7.55	1 146.7	-3.97
1997年	78 973	9.3	25.01	19 754.19	66.08	1 194.1	30.22
1996年	71 177	10	16.71	11 894.23	170.72	917.02	65.14
1995年	60 794	10.9	7.23	4 393.54	-4.59	555.29	-14.29
1994年	48 198	13.1	9.55	4 604.91		647.87	-22.3
1993年	35 334	14				833.8	6.84

2010年A股市场表现最差,《人民日报》刊登《股市,经济晴雨表咋失灵了?》一文质疑A股与宏观经济的背离走势。从长期看,股市的涨跌起伏反映经济发展的好坏快慢,经济运行的状况也决定着股市的基本走势。然而,股市与经济的关系还不仅仅是简单的“晴雨表”关系,它对经济也会有反作用。从居民层面看,股市的财富效应关乎居民消费。最近,AC尼尔森公司对中国股民的调查显示,在股市下跌过程中,75%的受访者计划减少娱乐方面的支出,68%的人计划减少出去就餐的次数。统计数据也表明,2010年三季度消费者信心指数为104,比二季度下降5点。今后,要增强消费对经济的拉动作用,还应当促进股市稳定健康发展,增加老百姓的财产性收入。

根据WIND咨询统计资料显示,近十年来,波澜起伏的上证指数与稳步上升的GDP走势出现过多次较大的背离。2001年

底,GDP 上升 8.3%,同期上证指数却比高点下降了 20.62%,2001 年下半年资本市场的萎靡一直持续到 2005 年。2005 年在 GDP 增长 10.4%的情况下,在底部徘徊的上证指数仍然创下了跌幅为 8.33%的走势。2005 年,由于各种原因,新股暂停发行,资本市场一度失去了最起码的融资功能,2005 年的流通市值比 2004 年下降了近 5 000 亿元,沪深 IPO、增发、配股等融资总额为 330 亿元,还不及缩水资金的十分之一。但是从 2006 年开始,资本市场迎来了新的契机,2006 年和 2007 年,上证指数分别创下了 130.43% 和 96.66% 高速增长,而同年的 GDP 增长率为 12.7% 和 14.2%。2008 年上证指数在下跌 65.39% 的情况下,同年 GDP 却增长了 9.6%。

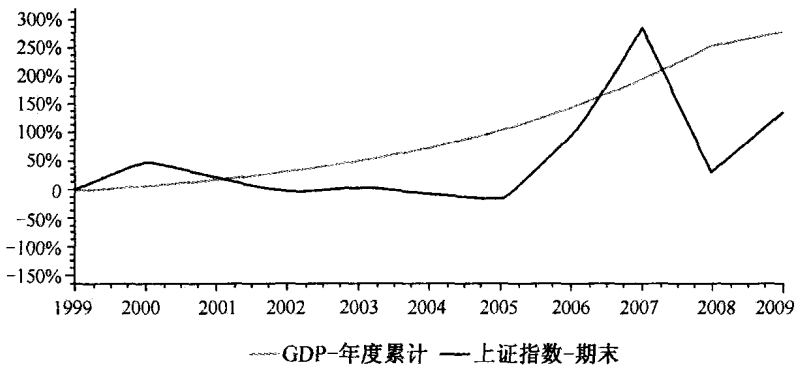


图 1.1 GDP 与上证指数走势(1999—2009 年)

从理论上来说,股票市场应该是宏观经济的晴雨表,但是我国在资本市场存在的 17 年中,上证指数若干次与宏观经济走势相背离,很多情况若作为宏观经济晴雨表的上证指数并不能反映我国经济发展状况。纵观 1999 年至 2009 年的历史数据,在排除 2008 年金融危机的影响外,GDP 的走势是稳中有升,但对应的上证指数波动极大,究竟是资本市场和宏观经济的数据出了问题,还是我

们的上市公司业绩确实很差,企业价值确实不具有可持续增长能力因而不能代表宏观经济呢?在资本市场低迷的情况下,经济学家们纷纷谴责上市公司,将责任完全归咎于上市公司的财务造假、业绩不良、无法创造价值、各项战略不具有可持续性等。在牛市情况下,经济学家们将市场繁荣归功于上市公司能够创造价值,战略具有可持续性等。而目前我国的资本市场存在严重的信息不对称,作为企业外部的投资者或者是财务分析者都很难得到企业全面而真实的数据。企业还是那个企业,管理层也还是那个管理层,在这段时间内,从熊市到牛市,上市公司真的由不创造价值一下子变成能够创造大量价值了吗?上市公司真的具有价值创造能力吗?这样的能力具有可持续增长性吗?在这样的研究背景下,进一步深入研究价值导向型的财务战略变得十分必要,它是影响企业价值创造能力的重要因素,这将更加有利于完善企业价值管理体系。

## 第二节 研究企业价值可持续增长的财务战略的意义

### 一、理论意义

美国资深财务学家罗伯特·C·希金斯教授(Higgins, R. C., 1998)提出警告:“从财务角度看,增长不总是上帝的一种赐福。快速增长会使一个公司的资源变得相当紧张,因此,除非管理层意识到这一结果并且采取积极的措施加以控制,否则,快速增长可能导致破产。”

著名财务学家詹姆斯·C·范霍恩也表达了同一思想(Van-Horne, J. C., 1998)。尽管两位财务学家是从销售的可持续增长角度提出警告,但是他们强调企业成长的可持续增长对我们有很大启示。

#### (一) 促使可持续增长和财务战略的理论融合

在市场环境不变的条件下,企业可持续盈利成长动力主要来

自企业资本的增加,内部管理效率的提高,以及企业财务政策的改变。企业资本增加主要表现在留存收益、增发股票或增加负债。内部管理效率的提高主要表现在降低成本、减少资金占用、提高资金周转率等方面。企业财务政策的改变主要表现在企业分配政策、资本结构优化、财务杠杆的利用等方面。可见,企业可持续盈利成长能力涉及盈利能力、偿债能力、营运能力、成长能力和社会贡献能力等财务能力的各个方面,可持续增长能力在企业财务能力体系中居于核心地位。盈利能力的最大化不如盈利成长能力的最大化,而盈利成长能力的最大化不如可持续盈利成长能力的最大化。

利于企业价值可持续发展的财务战略是指为谋求企业长远发展,根据发展企业战略的要求和资金运动的规律,在分析企业内外环境因素的变化趋势及其对财务活动影响的基础上,对企业未来财务活动的发展方向、目标及其实现途径和策略所作的全局性、长远性、系统性和决定性的谋划。它决定企业财务资源配置的取向和模式,影响企业理财活动行为和效率。具体而言,财务活动能力包括企业筹资能力、投资能力、资金运用能力和分配能力等,其核心是企业可持续增长能力。财务管理能力包括组织的财务决策能力、控制能力、协调能力、创新能力等,其核心是企业可持续创新能力。财务活动能力与财务管理能力最终将反映在企业财务表现能力上。而这些是与财务战略密切相关的,优秀的战略能够使这三种财务能力相互结合、相互促进,形成企业财务核心能力,即企业可持续盈利成长能力。企业可持续盈利成长能力的基础是盈利,目的是成长,关键是可持续,三者缺一不可。由于企业可持续盈利成长能力一方面反映了单一目标论观点,另一方面也反映了财务能力协调化目标的观点,因此,现代财务管理应以企业可持续盈利成长能力的最大化为目标。只有以可持续盈利成长能力最大化为目标,才能抓住财务核心能力,从而全面提升企业财务能力,推动财务管理的深化。

## （二）发展了财务战略理论

在众多的经营管理能力理论中,很少有人重视作为企业管理核心的财务管理能力。事实上,企业的财务是一个独立而综合的完整系统,它通过货币的形式贯穿于企业所有的经营和管理活动,是整个企业管理的灵魂所在。正确采用财务战略,利于提高财务核心竞争能力。企业核心竞争能力的财务范畴按企业理财本身的规律和核心竞争能力的特征分解为三个方面,它们是企业理财能力的基本构成要素:财务营运能力、财务管理能力和财务应变能力。当这三方面的能力协调一致时,企业便能通过合理的资金运作,将财务管理体系中的财务预测、决策能力、财务计划、组织控制、分析能力整合为一体,便形成了企业财务核心竞争能力。在当今经济迅猛发展的中国,财务战略的适时调整可以加强企业和企业财务适应环境变化的能力,财务战略是财务核心竞争能力的源泉,正确的财务战略将直接影响企业财务核心竞争能力。

财务管理作为公司管理的一个重要职能,它的理论与方法必然要受到一般管理理论与方法的极大影响。财务战略是一种战略性的思维方式和决策过程,财务战略生成主要指前半部分——思维方式。企业财务战略的生成过程是由一系列逻辑分析活动组成的,并且这些活动在时间上有一定的先后顺序,从而构成财务战略生成的理论框架,见图 1.2。

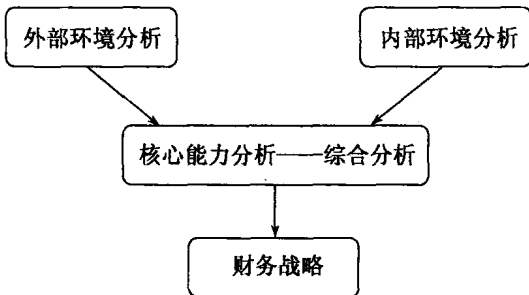


图 1.2 财务战略生成的理论框架图



在当前激烈竞争,复杂多变的环境下,公司必然是把战略管理作为管理的中心问题:公司战略能否成功实现,在很大程度上依赖于整个战略期间内,是否具有与其协调一致的资金支持。把战略问题与其要求引入财务管理领域,从而将其推向财务战略的新阶段,是战略管理理论蓬勃发展并受到广大公司重视的一个必然趋势,是现行财务管理在理论上的一个符合逻辑的自然扩展。

加入 WTO 之后,我国企业面临的是更为严峻的国际市场的竞争。而大多数企业习惯以往封闭的市场环境,很少研究企业战略,更不要说财务战略了。事实证明,战略是一种适应现代化社会经济发展变化而形成的新的管理思维,忽视战略的企业是必将失败的。而财务战略是整体战略的一个职能战略,企业财务战略的制订必须服从于企业整体战略,同时必须考虑环境因素的影响。企业财务战略涵盖了动态和静态两方面的内容。财务战略的静态内容表现为集团的远景、使命、目标和策略等,但财务战略的实施是一个动态的过程,需要根据环境的变化做出相应的调整。

复杂多变的环境需要财务战略:

(1) 外部环境分析。一个企业在考虑财务战略时所考虑的外部环境主要是指其所在的行业环境,或是它即将进入的行业的行业环境。外部环境分析主要就是对影响外部价值链的各种可能因素进行分析,确定行业的吸引力。大约有三大类因素:总体市场因素、行业竞争结构因素和如政策法规等其他环境因素。

(2) 内部环境分析。内部环境分析与外部环境分析相对应,也分成两种,一是本企业的内部环境,另一个是目标企业的内部环境。外部环境给出了特定产业的平均盈利能力,但企业是否获得这种能力还取决于企业本身的因素。对内部价值链进行分析,就是通过考察内部各项活动对边际利润的影响,对企业所拥有的各项资源进行评估。对财务战略而言,内部环境分析的主要目的是评估企业的资源和战略价值,发现企业自身的长处和短处,分析其