

基于动态能力演进：企业财务战略的适应性调整

曹 中¹，徐 震²

(1. 上海立信会计学院，上海 201620；2. 复旦大学管理学院，上海 200433)

摘 要：本文首先分析了在能力竞争的时代中，公司动态能力的演进机制以及财务战略适应性调整，指出动态能力与财务战略的内在关系，进而尝试用财务战略模型来解释两者如何进行耦合。

关键字：动态能力；财务战略；柔性管理；模型

一、引 言

自理查德森 (Richardson, 1972) 提出能力概念后，能力理论就一直是西方管理理论研究的焦点。能力理论强调了企业竞争优势的可持续性，将企业的竞争优势归结为嵌入在难以被模仿和复制的组织过程中的各种胜任和能力与企业资源的隐性结合。但这并不代表竞争优势可以长久保持，企业面临的竞争环境愈加动荡多变，也同样面临着有利的机遇，一种“破坏性创新”的模式因素出现和存在，加速了企业基于财务战略高度的适应性调整的转型。在企业内部运行的由位势和过程所决定的高绩效的惯例和流程中，财务活动发挥了愈来愈重要的作用，这种转变打破了传统的经济学和管理学中战略管理与财务人为分隔的局面。

本文首先对在此背景下的动态能力进行了综述，并试图打开企业动态能力影响下财务战略的几种模式，最后分析了企业可持续竞争优势的财务衡量模型。

二、动态能力演进机理简要回顾

阿尔弗雷德·马歇尔在《经济学原理》提出了企业内在特质对企业绩效的影响问题，即企业内部成长论。他强调专业化分工导致技能、知识和协调不断增加从而推动企业不断进化的同时，指出每个行业是由一系列生产规模、企业寿命、专业知识、组织结构、生产成本、市场份额都不同的异质企业组成的，单个企业的成长、衰落是经常性的，但一个行业则可能经受长期的波动，甚至出现长期平稳向前发展的态势。但是，马歇尔内部成长理论仅仅只是关注企业的供给、需求、价格、成本、利润等微观变化，而没有讨论内生演进机制，在传统经济学中企业仍然是“黑箱”。

科斯 (Ronald Coase, 1937) 针对企业内生机制的研究提出了交易费用的概念，认为企业是资源配置由企业主指导时所产生的关系体系构成的，其本质特征就是对价格机制的替代。他还强调专业化分工和不确定性促进了企业的产生，并且持续扩张，直到在企业内组织一项交易的成本等于通过公开市场上的交换方式进行同一交易的成本或在另一企业内组织它的成本。同时，动态变化的外部因素对企业成长规模产生了显著的影响。

温特 (Winter, 1988) 指出，科斯的交易成本理论对企业的解释有一定的误导性，它忽略了企业宝贵知识的积累效应。他认为企业边界不是为了解决交易中的控制问题而决定的，而是由各种解决技术问题及组织问题的解决方案的积累效应决定的，并且围绕着交易成本经济学提出了三个重要假设：一是有限理性；

【作者简介】

曹中 (1955 -)，上海立信会计学院教授，财务管理系主任；研究方向：财务战略理论、风险管理。

徐震 (1976 -)，复旦大学管理学院博士研究生；研究方向：战略管理、成长理论。

二是异质性与种群；三是时间是经济增长的内生变量。他还在此基础上推断，如果企业无法有效仿制或复制优势企业产生核心能力的资源，那么企业间业已存在的效率差异将无法消除，只有在竞争过程中搜寻新的知识和新的惯例才能弥补这种差异。因此，企业永远处于发展和搜寻的动态过程之中。

以提斯（Teece）、匹萨诺（G. Pisano）和苏安（A. Shuen）等人为代表的动态能力理论，充分接受了温特演化经济学的核心“企业资源与环境变化的统一”这一思想，认为企业必须为适应不断变化的市场环境不断更新自身胜任的能力，在满足环境变化要求的路径过程中重新整合，重构内外部组织技能、资源，因而表现出的是一种动态的非均衡状态，即在一个动荡变化的竞争环境中必须持续不断地培养、开发、运用、维护和扬弃权能，而不断地创新努力可获得一连串短暂的竞争优势，整体上则体现出企业的持久竞争优势。动态能力理论是建立在熊彼特的创造性毁灭的思想基础上的，企业只有通过不断积累，以影响学习与进程，通过组织、位置、路径创造有利的机率和方向的机制（Markides and Williamson, 1994）。所以，在竞争的环境中动态不平衡增长（创造、积累、利用能力）才是持久竞争优势的源泉。

三、企业财务战略分类以及权变选择

从哈里森的标准成本概念，麦金西的预算控制原理，H 赫斯等提出的差异分析方法确定的古典管理会计，以 WF 瓦特教授为代表的现代管理会计，到 HB 艾尔曼的责任会计系统，威廉·夏普的 CAPM 模型，罗斯的套价理论，GJ 斯托伯斯教授的作业成本制度，再到安索夫的企业战略管理思想，Simmonds 的 SMA 概念，波特的价值链分析方法，逐步勾勒出财务战略的外部环境适应性、可持续增长特征、生命周期性、边界模糊性、全局性控制、灵活的资本结构标准以及政策的统一性等特质，展现出财务战略与企业内外部资源的动态权变关系。根据这些理论与观点，谋求与内外部环境相适应的财务战略，比较典型的有基于企业价值链的财务战略，基于企业生命周期的财务战略，基于战略成本管理的财务战略以及基于外部环境的财务战略等。

1. 基于企业价值链的财务战略

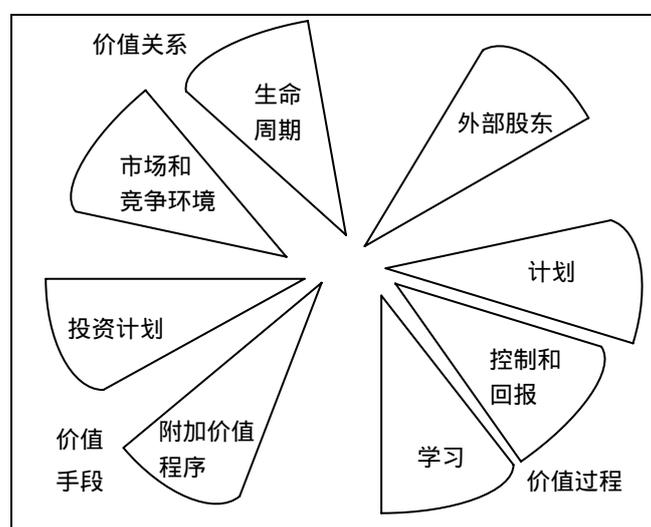


图 1 公司财务战略图：价值管理战略

正如美国哈佛商学院的迈克尔·波特教授在《竞争优势》提到的价值链战略（如纵向价值链、横向价值链、有形价值链、无形价值链）所述，财务活动也开始逐渐由过程管理、内向管理、行为管理、产品市场管理向战略管理、外向管理、文化管理、价值管理等四个方面进行转变。基于价值链的财务战略并由此

而产生。从适应企业发展的资源选择到相互关联的财务市场和竞争战略结合这个过程，反映了基于企业价值链的财务战略途径以及这些活动的本质。通过财务战略，可以集中体现股东群体期望和进取心，特别是在战略决策制定以及持续进行财务行为管理过程中更加积极地追求能够瞄准公司价值的活动。在企业众多环环相扣的“价值活动”中，并不是每一个环节都创造价值。企业所创造的价值，实际上来自企业价值链的某些特定的价值活动，这些真正创造价值的战略活动，就是企业价值链的“战略环节”。企业在竞争中的优势，尤其是能够长期保持的优势，主要在于价值链某些特定的战略环节上的优势。基于价值链的财务战略控制的重点是战略环节，从短期和长期目标出发考虑能够达到促进和满足创造价值环节的全部资源需求，并深入考虑与不同环节的战略选择的特别风险和战略成本以及协同关系，如成熟的组织需要协调的资本结构和稳定的成本，因为财务混合水平必须适合不断增长的财务压力。Keith Ward (1996) 利用价值链财务战略工具将组织战略和投资计划匹配起来的结构方面，认为对价值链控制可以从组织投资决定和需求、成本程序、变化程序、附加价值程序等展开，见图 1。

2. 基于企业生命周期的财务战略

在研究产品生命周期理论的基础上，爱迪斯 (Ichak Adizes, 1989) 提出了企业生命周期论，此前 Smith Mitch (1985)、Downs (1967)、Scott (1971)、Steicmetz (1969)、Cameron (1983)、Kazanijan (1988) 均对生命周期理论进行过专门研究。该理论主要认为企业与生物体一样具有生命周期，在生命周期每一阶段都有亟待解决的生长和异常的问题。在与企业生命周期发展模式相一致的财务战略选择上，往往基于对风险的偏好，及价值取向表现为扩张型、稳健型、保压型财务战略模型。扩张型财务战略，是以实现企业资产规模的快速扩张为目的的一种财务战略。为实施这种财务战略，企业需将大部分利润留存，并积极地利用财务杠杆进行筹融资，弥补内部股东积累相对于企业扩张需要的差额。随着企业规模的扩张，也往往使企业的 ROA 在一个较长时期内表现出相对较低的水平，其显著特征表现为“高负债、低收益、少分配”。稳健型财务战略，是以实现企业财务绩效的稳定增长和资产规模的平稳扩张为目的的一种财务战略。实施稳健发展财务战略的企业，一般尽可能地把优化现有资源的配置和提高现有资源的使用效率作为首要任务，将利润积累作为实现企业资产规模扩张的主要资金来源，而对外部举债持谨慎的态度。所以，实施这种战略企业的一般特征是“低负债、高收益、中分配”。保压型财务战略，是以预防出现财务危机和求得生存及以新发展为目标的一种财务战略。实施这种战略，一般将尽可能减少现金流出和尽可能增加现金流入作为首要任务，通过精减机构、盘活存量资产、节约成本开支、集中力量于核心业务，达到增强企业核心业务的市场竞争能力为目的，其主要特征是“高负债、低收益、多分配”。与企业不同发展阶段相匹配的财务战略选择见图 2。

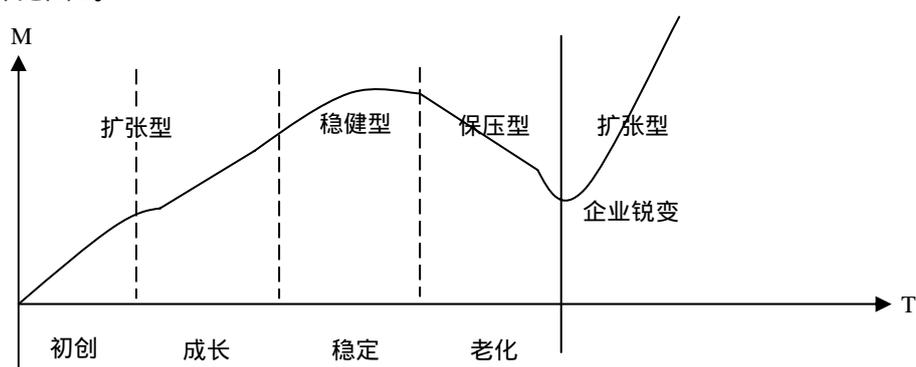


图 2 基于企业生命周期的财务战略

3. 基于战略成本管理的财务战略

欧洲克兰菲尔德工商管理学院 (Cranfield, 1995) 提出了一种财务战略管理模式，其特点是把战略成本

管理的工具运用于问题的诊断以及提出战略定位的选择方案，并根据成本效益分析，对方案进行评估和规划，然后予以执行，通过对执行结果进行评价以及不断学习，开始新的循环过程。该模式认为财务战略工具应包括如下主要内容：竞争战略的制定；竞争对手分析和目标瞄准；行业态势分析；成本动因分析；评估组织面临的挑战，确定自身的目标等。英国教授罗宾·库珀（Robin Gooperand, 1998）也提出类似的财务战略，即以作业成本制度为核心的战略成本管理，这种模式的实质是在传统的成本管理体系中全面引入作业成本法，并积极地对企业竞争地位和竞争对手动向的变化予以关注。上世纪 90 年代以后，日本财务战略理论界和企业界也开始加强对战略成本管理及其竞争情报的应用等研究，提出了具有代表意义的财务战略成本管理——成本企划。这种战略成本管理是从事物的最初点开始，实施充分透彻的成本信息分析，来减少或者消除非增值作业；应用反求工程（Reverse Engineering）方法，在设计产品的同时，与竞争对手的产品比较，也设计产品的成本，从而使成本达到最低，其本质是一种对企业未来的利润进行战略性管理的情报研究过程。

4. 基于外部经济环境的财务战略

商业周期对企业财务投资战略以及风险报酬特性的影响是普遍存在的（魏明海，2000）。因为外部环境具有循环变化的周期特征，一个经济区域或国家总会在某个时期，其产出、价格、利率、就业处于上升平台，而后出现经济的衰退，各种经济要素逐渐下降，直至萧条，呈现低谷状态。这种周期性经济特征对财务战略的影响在西方国家得到了现代财务管理研究成果的证实。例如，乔恩克（Joehnk）和佩蒂（Petty, 1980）、穆尔（Moore, 1983）、陈（Chen）、罗尔（Roll）和罗斯（Ross, 1986）、曹（Cao）、尤恩（Eun）和森伯特（Senbet, 1986）、斯科维特（Schwert, 1990）在权益计价的研究中发现，证券价格与经济形势之间具有正相关的显著性。夏普（Sharpe, 1964）、林特纳（Lintner, 1965）、布莱克（Black）、詹森（Jensen）和斯彻勒斯（Scholes, 1989）进一步指出，权益价值是受到一组相关的循环作用力的控制。外部环境的经济周期特性对财务战略的影响主要表现在三个方面：一是决定着企业对投资或组合投资回报的预期，进而影响到投资或投资组合的价值；二是影响企业在某一特定时期对预投资品种的选择；三是影响企业的投资组合。布罗卡特（Brocato）和斯蒂德（Steed, 1998）的研究成果表明：美国 1972~1993 年期间，有关财务投资与经济周期的关系主要包括：在经济向上阶段较衰退阶段股权投资比例更大，债券投资比例则相反；从全周期看，小额非流通股份投资的报酬超过普通股投资；不动产投资比重在经济向上阶段随着报酬水平的提高而快速上升，而在衰退阶段比重则为零；与不动产投资相似，国外证券投资的比重大小取决于经济周期所处的阶段；如果不考虑多元化收益，无论何种报酬水平，贵金属投资在最优投资组合地都不重要；固定收益的债券投资在经济向上阶段显得无规则，而在经济衰退阶段中期政府债券重要性大于长期政府债券和公司债券；经济周期无论处在哪个阶段，现金总是重要的。因此，经济向上阶段，股权、不动产投资较受欢迎。同时，投资组合的方差和协方差结构在相当大的程度上是随着经济周期的阶段性而变化的。

四、财务战略与动态能力的耦合——模型构建与应用

Mandelbaum（1998）将柔性定义为有效响应变化的环境的能力。与柔性相关的概念有不确定和动态，这表明了财务战略的柔性管理具有根据内外环境变化而变化的特征。相对于组织生来所具有的刚性特质，财务战略的柔性化无疑为系统、持续的处理各种战略活动带来了可能，在处理不确定性时柔性管理要求企业在积极排除了各种干扰源，实现与财务政策、经济信息相匹配的柔性态势，构造基于现有或预期变化的运行系统。下面对一些基于动态能力的财务战略模型进行分析，进一步明晰动态能力演进过程中财务战略适应性调整机制。

1. 可持续增长速度的财务战略模型

许多管理者把公司快速增长作为财务战略最重要的工作目标，他们的观点是企业规模的扩大必然引起

公司价值和租金的上升。但实际运行的效果往往和预期的相反，问题在于企业资源的有限以及随着资源的急剧扩大，管理平台没有能力跟进、调整和补充等。如果考虑现有的管理能力而进行缓慢的增长，那只会将有利的市场机遇和地位拱手让于竞争对手。所以，必须在充分考虑企业现有的经营效率和各项资源的基础上将财务增长战略与企业能力动态结合，构建出和谐的可持续增长模型，才能达到理想状态。

詹姆斯·C. 范霍恩、罗伯特·C. 希金斯提出的可持续增长模型，是制定财务增长战略目标的较为有效的方法。两者都利用模型寻找一个适当的销售增长平衡点，据此来控制财务增长速度，他们的思路是：负债和权益资本决定了资产所能扩张的速度，而资产扩张的速度反过来又限制规模的增长率，因为规模的扩张必然会引起应收项目、存货、固定资产等的增长。

范霍恩从“资产增加额=负债增加额+权益资本增加额”这一等式出发，假定在维持现有财务结构，并且企业权益性资本的增减均来自企业经营业绩的条件下讨论增长：

$$\Delta S \left(\frac{A}{S} \right) = b \left(\frac{NP}{S} \right) (S_0 + \Delta S) + \left[b + \left(\frac{NP}{S} \right) (S_0 + \Delta S) \right] \frac{D}{Eq^*} \quad (1)$$

其中： A/S ——资产对销售额的比率； NP/S ——销售净利率； D/Eq^* ——负债对权益的比率； b ——留存利润比率； S_0 ——基期销售额； ΔS ——与上期相比销售额变动额。

公式(1)作进一步整理可得稳定状态下的可持续增长率：

$$\frac{\Delta S}{S} = \frac{b \left(\frac{NP}{S} \right) \left(1 + \frac{D}{Eq^*} \right)}{\left(\frac{A}{S} \right) - \left[b \left(\frac{NP}{S} \right) \left(1 + \frac{D}{Eq^*} \right) \right]} \quad (2)$$

稳定状态在现实中往往较少，因此，范霍恩又在稳定增长的基础上提出非均衡条件下的持续增长模型，并提出以下假设：模型各种变量每年都会发生变化；允许企业发行股票；公司各种流动资产都能正常周转。其建立的模型如下：

$$\text{非均衡状态下的可持续增长率(SGR)} = \frac{(Eq_0 + Eq_1 - Div) \left(1 + \frac{D}{Eq^*} \right) \left(\frac{S_1}{A} \right)}{1 - \left(\frac{NP}{S_1} \right) \left(1 + \frac{D}{Eq^*} \right) \left(\frac{S_1}{A} \right)} \times \left(\frac{1}{S_0} \right) - 1 \quad (3)$$

其中： Eq_0 ——权益资本基数； Eq_1 ——新增权益资本； Div ——预计发放的全年股利； S_0 ——上年销售额； S_1 ——目标期销售额； NP/S ——目标销售利率； D/Eq^* ——预计负债对权益的比率； S/A ——销售额对资产的比率。

罗伯特·希金斯也从规模的增加等于负债和所有者权益的增加这一角度出发，并假定：公司可以按照市场条件下允许的增长率进行发展；管理者不打算发售新股；公司的资本结构和股利政策保持不变。其建立的模型如下：

$$\text{可持续增长率}(g) = \text{股东权益变动值/期初股东权益} = P \times R \times A \times T = RT \times ROA \quad (4)$$

即可持续增长率 = 利润率×留存收益比率×资产周转率×资产权益比率

其中： P ——利润率； R ——留存收益比率； A ——资产周转率； T ——资产与期初权益比。

在稳健的财务政策下，可持续增长与资产收益率呈现线性变动，即被希金斯称为的“平衡增长线”，在平衡增长线上企业增长所需的资金可以通过内部股东权益融资解决，偏离之外的或出现逆差或出现顺

差。因此，在计算出可持续增长率之后，就可以利用增长模型对增长进行管理，见图 3。

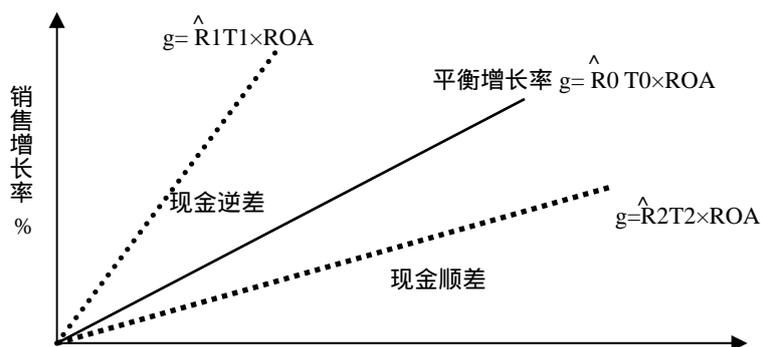


图3 可持续增长率管理

2. 企业财务战略效果评价模型

企业市场价值增加值 (MVA) 是企业全部资产的市场价值与债权人和股东投入企业的资本额之间的差额，表达形式为“MVA = 资产的市场价值 - 占用资本”。而在每个独立时期也可以用 EVA (经济增加值) 来替代，EVA 是投资的预期收益超过资本成本时才为其所有者创造价值，用下列公式表达：

$$EVA = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) - K_w C \quad (5)$$

其中： K_w 是它的 WACC (加权平均资金成本)， C 是单位所利用的资本。

这两个指标的意义在于，MVA 或 EVA 为正，表明管理活动创造了企业的价值，否则损害了企业的价值。用这一指标可以评价投资或经营管理是否为企业的价值增值做出了贡献。在 MVA 或 EVA 基础上建立的财务战略矩阵是以业务单元是否能生成资金流，以及创造的现金价值能否保证自我发展为基础建立的，根据能力预测的结果进行动态的选择，从而达成企业战略性可持续发展的目的。它以市场价值增加值 (MVA)、销售收入增长率 g 和自我支持增长率 P 为指标分为四种可能的结果，见图 4。

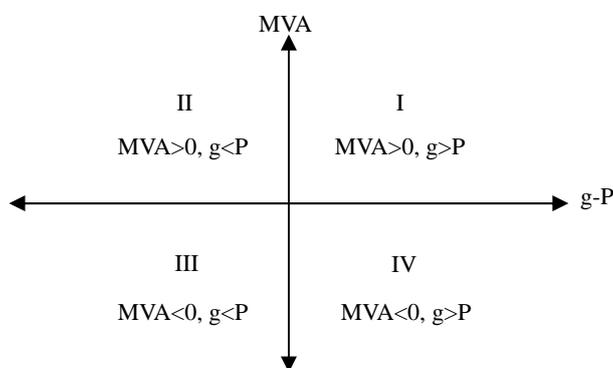


图4 财务战略矩阵模型

I 类，即战略管理中称为的“明星”，在此单元虽能给企业带来价值增长，但产生的资金流不足以支撑企业规模扩张增长；II 类，可称为“金牛”，此单元不仅企业的价值增长，并且产生的资金流足以满足企业规模扩张；III 类，称为“幼童”，此单元虽然企业产生的资金流一定程度上可以满足企业规模的扩张，但企业价值并没有增加，出现了下降；IV 类，称为“瘦狗”，此单元不仅企业价值不能增加，而且企业产生的资金流不能维持企业业务的发展。相应地，可以采取的对策分别是：对 I 类单元，可采用发行股票或债券进行筹资，从战略高度重视这一单元业务发展；对 II 类单元，企业可以利用充裕的现金流加大投资和

扩张，并且对 I 类业务予以支持；对 III 类单元，应分情况进行分析，对于有市场前景的经营领域可以加大投资，使其尽快转变成为“明星”，但是如果一旦发现该单元不可能成为明星时，应及时采取放弃策略；对 IV 类单元，可以采取缩小规模或者直接清算、放弃的策略。

五、实证分析——以上海汽车股份有限公司为例

1. 上海汽车股份公司可持续增长财务战略分析以及评价

上海汽车工业（集团）总公司是中国三大汽车集团之一，是以先进制造业和现代服务业为主要业务领域的综合性企业集团，2003 年已成功跻身世界 500 强行列，整车销量达 78.2 万辆。

上海汽车股份有限公司（以下简称上汽），是由上海汽车工业（集团）总公司独家发起，在上海汽车工业有限公司资产重组的基础上，以上海汽车齿轮总厂的资产为主体，采用社会募集方式设立的股份有限公司，注册资本为 32.76 亿元。我们以上汽为例利用财务战略模型来解释财务战略的适应性调整及其与动态能力的耦合机理。

2004 年上汽资产规模达到近 140 亿元，权益资本约 114 亿元，约占资产总额的 81.4%；实现利润近 20 亿元，资产净利润 14.3%。表 1、表 2 分别表示了上汽 1999~2004 年期间的财务数据分析（采用范霍恩表达式计算）以及 1999~2004 年目标财务数据，表中各变量所代表含义见前面范霍恩非均衡持续增长模型。

表1 上汽1998~2004年的财务数据分析

项目	NP/S	D/Eq	S/A	Div	Eq ₀	D	Eq ₁	S ₀
2004	0.26	0.23	0.54	11.34	97.97	26.18	0	68.92
2003	0.22	0.23	0.57	9.07	91.82	22.95	0	47.69
2002	0.22	0.17	0.45	5.00	81.30	15.18	0	37.05
2001	0.21	0.24	0.37	0	47.96	19.24	33.60	25.07
2000	0.3	0.42	0.37	5.88	40.68	20.12	0	24.34
1999	0.29	0.49	0.4	10.78	38.90	19.87	0	19.00
1998	0.36	0.44	0.4	0	33.66	14.68	0	17.74

注：原始数据来源于上海汽车股份有限公司相应年度的年报；其中 Div、Eq₀、D、Eq₁、S₀ 单位均为亿元，下同。

表2 上汽1999~2004年目标财务数据

项目	NP/S	D/Eq	S/A	B	Div	Eq ₀
2004	0.25	0.4	0.5	0.89	12	97.97
2003	0.2	0.3	0.45	0.78	5	91.82
2002	0.2	0.2	0.5	0.53	10	81.30
2001	0.3	0.4	0.3	0.11	0	47.96
2000	0.3	0.5	0.45	1.21	6	40.68
1999	0.3	0.45	0.4	0.47	8	38.90

根据上述数据，代入方程式（4）中可以计算出上汽 1999~2004 年的预计可持续增长率和实际的可持续增长率，见表 3。其中： k^* 代表预计可持续增长率，其含义同范霍恩非均衡持续增长模型 SGR； k 代表实际的可持续增长率，其与 k^* 不同在于，它是将相应年份的实际数据而非目标财务数据直接代入范霍恩非均衡持续增长模型中计算得出的。 k^* 指标的优点在于可事前预测持续增长率，便于及时调整和控制，缺点在于事前目标计划往往带有经验性，易出现偏差； k 指标的优缺点则与 k^* 指标相反。

表3 上汽1999~2004年可持续增长率

增长率	1999	2000	2001	2002	2003	2004
k* (%)	14.20	20.60	43.69	31.21	20.61	5.84
K (%)	14.31	9.05	64.03	21.1	44.41	0.1

同时，为了进行比较，我们将上汽 1999~2004 年实际销售额增长率情况列示在表 4 中。

表4 上汽1999~2004年销售额增长率 (g)

增长率	1999	2000	2001	2002	2003	2004
实际销售额增长率	28	3	48	29	45	9

注：即实际销售额增长率 $(g) = (S_{n+1} - S_n) \times 100\% / S_n$ 。

对比表 3、表 4，可以清晰地看出上汽在 1999~2004 年五年间实际销售额增长率均有不同程度偏离对应年份的可持续增长率。而可持续增长模型作用之一是可以为动态权衡各种影响变量的优劣提供参考和帮助，见图 5。许多大企业均利用这种财务战略模型从企业持续发展角度出发进行适应性管理、控制企业增长，如通过对表 3 的分析可以较早发现 2004 年中国汽车行业不景气的先兆，并及时调整和重新制订各种经营计划。当实际销售额增长率 (g) 偏离与预计的可持续增长率 (k*) 时，可以从增加权益性资本角度出发，确保权益资本与企业规模等比例增长。从实际情况看，2001 年上汽实际销售额增长率 48%，大于预计的可持续增长率 43.69%，而该年度上汽从战略和财务角度进行了资本运作，通过配股融资充实资本约 34 亿元。这一做法不仅为企业发展提供动力，而且在资本充实后进一步带动了实际可持续增长率的提高(2001 年的 k 达到 64.03%)，较好地保证了企业的健康、可持续发展。

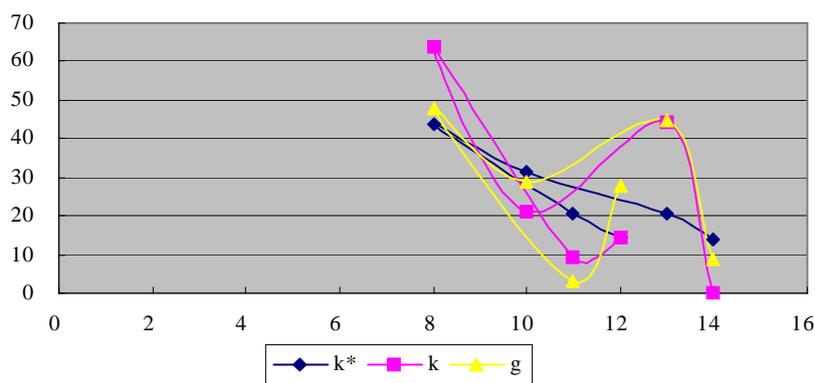


图 5 可持续增长管理模型

2. 上汽财务战略效果评价与分析

EVA 是企业经营所获收益超过资本成本的超额部分，其实质在于企业经营所产生的净收益只有全部弥补了为生成利润而耗费的资本成本时，才表明企业的经营活动创造了价值。因此，EVA 指标以及财务战略矩阵在企业财务战略制定和实施过程中具有重要的意义，一方面它对企业现有的行业财务活动具有指导作用，促使注重财务活动与企业能力的相适应，保证企业的经营优势转化为现金流；另一方面有助于培养企业的“产业先见”，进而创造和产生产业制胜的能力，从而获取竞争优势和有利的竞争地位。鉴于此，我们利用 EVA 财务战略矩阵对上汽可持续增长财务战略的效果进行了评价和分析。上汽每年产生的现金流量以及增长有关数据见下表 5：

表5 上汽1998年~2004年的净盈利、投入资本及资本成本数据

单位：亿元

年份	净利润	投入资本	资本成本	
			M=0.15	m=0.10
2004	19.78	113.79	17.07	11.38
2003	15.17	97.97	14.70	9.80
2002	10.70	91.82	13.77	9.18
2001	7.87	81.30	12.20	8.13
2000	7.42	47.96	7.19	4.80
1999	7.17	40.68	6.10	4.07
1998	7.02	40.07	6.01	4.01

考虑到目前汽车行业的资本成本率一般在 10%~15%之间，我们假定资金成本率 $m \in (0.10, 0.15)$ 。同时，由于上汽的年均利息支出较少，利息支出可忽略，因此我们在下面计算中用净利润数值代替了 $EBIT \times (1 - \text{所得税率})$ 。

在此基础上，将上述数据代入等式 $EVA = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) - K_w C$ 中，在 0.1~0.15 范围内，随着 m 不同，EVA 结果如下图。由于当前的中国整车汽车行业的资本成本为 12%，因此我们将上汽 m 定为 0.12。下表中 EVA 单位为亿元。

表6 不同资金成本下的上汽1998年~2004年EVA数据

单位：亿元

年份	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	m
EVA	2.71	0.47	-3.07	-4.33	0.23	1.07	1.01	0.15

EVA	6.13	3.41	-0.32	-1.89	1.66	2.29	2.21	0.12

EVA	8.40	5.37	1.52	-0.26	2.62	3.10	3.01	0.10

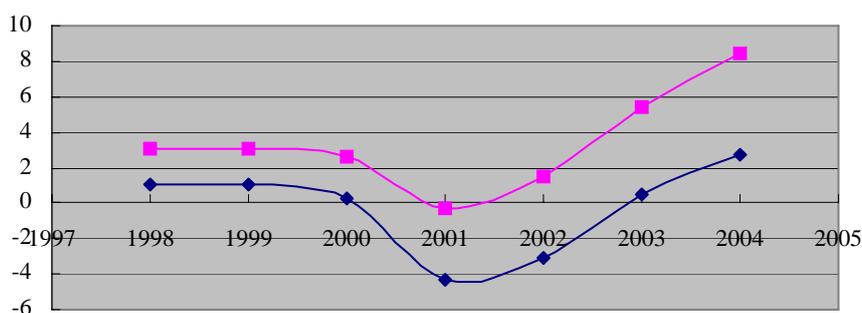


图6 上汽1998~2004年EVA数据

从上述数据结果，可知 1998~2000 年、2003~2004 年 EVA 均为正数，总体来看，上汽 1998~2004 年 EVA 线分布在 0 坐标线以上环形曲线范围内。

1998~2004 年现金流量增长速度 P 计算如下：

表7 1998~2004年现金流量增长速度P

年份	经营活动产生之现金流量净额 (亿元)	较上年现金流量增量	较上年增幅P1 (%)	现金净流量 (亿元)	较上年现金流量增量	较上年增幅P2 (%)
2004	2.87	-1.04	-27	-3.44	-1.645	92
2003	3.92	-3.86	-50	-1.79	2.3241	-56
2002	7.78	0.51	7	-4.12	-11.0701	-159
2001	7.27	1.75	32	6.95	8.0371	
2000	5.52	-3.87	-41	-1.08	-9.5127	-113
1999	9.39	1.08	13	8.43	19.2282	
1998	8.31			-10.80		

而上汽 1999~2004 年销售额增长率 g 为：

表8 上汽1999~2004年销售额增长率 g

年份	2004	2003	2002	2001	2000	1999
实际销售额增长率%	9	45	29	48	3	28

将经营活动产生的现金流量增幅 P_1 、现金净流量增幅 P_2 与同年度的销售额增长率 g 比较，可知 P_1 、 P_2 均小于 g ，即 1998~2004 年期间上汽产生的现金流量尚不足以支持其业务的发展和增长，而 EVA 总体为正数。因此，可归为第 I 类业务单元，见图 7。这与前面我们分析得出上汽在 1999~2004 五年间实际销售额增长率均有不同程度偏离对应年份的持续增长率的结论基本相一致。对于上汽自我维持增长率低于销售额增长率的情况，对策有采用发行股票或债券进行资金的筹集增加现金流入，或者通过减少股利支付减少现金流出。如果这两种途径均无法筹措资金，还可通过降低某些经营活动的规模或通过放弃那些利润率低、资产周转慢的资产和服务来使该业务单元的增长率与其自我维持增长率相适应。在 1998~2000 年，EVA 连续为正、 $P < g$ 的情况下，上汽在 2001 年期间停止支付股利的同时，又大量配股融资充实资本，为当时企业的进一步发展提供了动力；但也造成了 2001 年上汽的资本成本大为提高，导致了当年的 EVA 由正转负，并对 2002 年上汽的剩余价值产生了一定的影响。不过，这种影响仅是暂时的。2003 年上汽的 EVA 曲线开始逐步向上攀升，EVA 价值较融资配股前提高了 1.75 亿元 (3.41~1.66)，2004 年又达到 6.13 亿元，净利润也有较大幅度的增加。因此，基于可持续增长财务战略观点，上汽所实施的战略和在战略框架内开展的财务活动较好地满足了企业发展需要，基本达到预期的效果，促进了财务战略与企业动态能力的耦合。当然，其战略的适应调整仍存在着一些不足之处，主要表现为由于部分年度的上汽销售规模的实际增长率超过了可持续增长比率，造成企业的资金需求较大，给资金运作带来了压力。

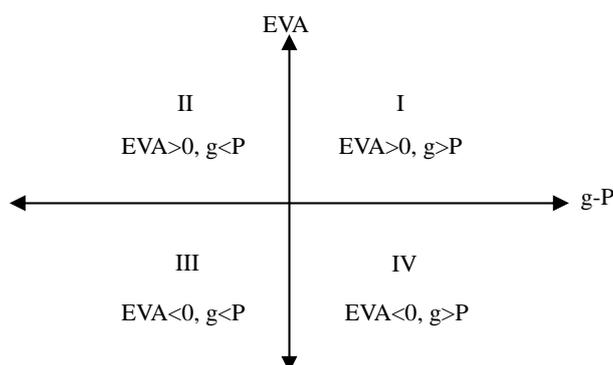


图7 上汽EVA财务战略矩阵

六、结论

随着科学发展的日新月异，在竞争不断加剧的时代，经济学和管理学的边界开始逐渐重合，成本领先战略、盈余管理战略、财务柔性战略等介于多个学科的概念不断被提出，充分表明了知识、动态能力、信息技术已成为人类社会发展的主导。同时，动态变化、复杂纷繁的外部环境对企业经营以及企业竞争优势所依赖的资源产生实质性影响，只有那些对外部环境变化能够战略资源再生的企业才能继续得到生存和发展。因此，企业必须积极从财务战略角度通过知识、技能和诀窍的学习与管理，重构组织位置、过程和发展路径，适时建立与资源匹配的能力，跳出了原来单一企业这一狭小的空间范围，将视角更多地投向影响企业的外部环境，尤其是竞争对手的变动。财务战略应在对全面性、综合性的风险管理基础上，既重视现有经营范围内的活动，也重视各种可能的活动，如因资产、客户、供应商等过分集中而产生的风险等，确保战略性地增加企业的盈利能力和价值创造能力。

同时，企业也应从单纯重视动态能力的培育，转向从战略高度重视财务资源的健康可持续发展，着重从长期竞争地位的变化中把握企业未来的发展方向，优先发展对竞争优势至关重要的财务活动。而仅靠财务管理活动来获取与能力匹配的战略和持续的竞争优势还远不行，只有加强对与动态能力有关的非财务信息研究，并据此适时调整、补充面对外部市场的财务战略，才能真正构造出基于动态能力的企业财务战略。

参考文献：

- [1] Collis, D.J., Montgomery, C.A.. *Corporate Strategy: Resource and the Scope of the Firm*[M]. McGraw-Hill Ltd., 1997.
- [2] C.M. Christensen. *The Innovator's Dilemma*[M]. Boston, MA: Harvard Business School Press, 1997.
- [3] Ronald Coase. *The Nature of the Firm*[M]. *Economica*, 1937(4): 386-405.
- [4] S.G. Winter. On Coase, Competence and the Corporation[J]. *Journal of Law, Economics and Organizations*, 1988(4): 163-180.
- [5] Keith Ward, Tony Grundy. The Strategic Management of Corporate Value[J]. *European Management Journal*, 1996(3).
- [6] Robert C. Higgins. *Analysis for Finance Management*[M]. 中信出版社, 2002.
- [7] Robert C. Higgins. *Sustainable Growth under Inflation*[M]. *Financial Management*, 1981: 34-408.
- [8] Donaldson, Gordon. *Managing Corporate Wealth*[M]. New York: Praeger, 1984: 199.
- [9] Van Home, James C.. Sustainable Growth Modeling[J]. *Journal of Corporate Finance*, 1988(1): 19-25.
- [10] Helfelt, Erich A.. *Techniques of Finance Analysis*[M]. 7th ed. Homewood IL: Richard D. Irwin, 1991.
- [11] 马歇尔. *经济学原理*[M]. 北京：商务印书馆，1979.
- [12] 黄国良，潘华，钟晓东. 基于企业核心能力培育的财务战略研究[J]. *当代财经*，2004（5）：116-122.
- [13] 魏明海，施鲲鹏. 基于商业周期的企业投资战略研究[J]. *当代财经*，2000（6）：65-69.
- [14] 詹姆斯·C. 范恩特. *财务管理与政策*[M]. 刘志远，译. 东北财经大学出版社，2000.
- [15] 齐少辉，罗红玮. 从价值增值出发改善企业绩效评价和财务决策[J]. *广西经济管理干部学报*，2002（4）：18-22.

The Accommodating Adjustment of Corporate Financial Strategy

Based on the Evolution of Dynamic Capabilities

CAO Zhong¹, XU Zhen²

(1. Shanghai Lixin University of Commerce, Shanghai 201620, China;

2. School of Management, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: This research paper analyzes the dynamic ability of a corporation's evolution mechanism and the adaptability adjustments of financial strategies in the era of abilities competition. It demonstrates that the internal relationship between the dynamic ability and financial strategies of a corporation so as to explain how they are coupling through financial strategy model.

Key words: dynamic capabilities; financial strategy; flexible management; model

(责任编辑：代翔、漆继明、胡燕云)