

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 生命周期视角下云南白药
财务战略优化研究

研究生姓名: 俞福瑕

指导教师姓名、职称: 郭恒泰 教授 张利平 会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 俞福瑕 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 邵增喜 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 张列平 签字日期： 2021年6月12日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 俞福瑕 签字日期： 2021.6.3

导师签名： 邵增喜 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 张列平 签字日期： 2021年6月12日

**Research on financial strategy
optimization of Yunnan Baiyao from the
perspective of life cycle**

Candidate : Guo Hengtai

Supervisor: Zhang Liping

摘 要

医药行业作为民生行业受到社会和政府的广泛关注。近年来“互联网+”给医药行业带来了机遇的同时，也让其面临着巨大的挑战。在这种形式下医药企业既要提高资源配置效率，也要确保企业可持续发展，财务战略对企业的发展就显得尤为重要。文章基于生命周期视角，选用财务战略评价体系对云南白药的财务战略进行优化研究。

文章首先用 SWOT 模型对云南白药所处的战略环境进行分析，并对云南白药现行财务战略的选择加以阐述；其次，用留存收益股权比法与现金流量观察法对云南白药 2010-2019 年所处的生命周期加以界定，测定出云南白药处于成熟期，并明确了其所处生命周期阶段的财务战略目标；最后，文章借助财务战略评价体系对云南白药所处生命周期与财务战略进行深入分析。

文章通过以上分析发现：云南白药权益资本占比过高，导致资本成本率升高，资本成本增加；多元化投资存在粘性且投资不充分；采取持续增长的股利政策，如果后期难以保持会影响企业的可持续发展。针对发现的问题，文章提出了相应的优化建议：云南白药应增加债务资本，优化资本结构降低资本成本；对内应该降低固定资产投资的同时加大无形资产投资力度，对外应继续扩大投资；应合理分配经营成果，重视企业可持续发展。通过以上研究以期对云南白药可持续发展产生积极的影响。

关键词：财务战略 生命周期 经济增加值 云南白药

Abstract

As a livelihood industry, the pharmaceutical industry has been widely concerned by the society and the government. In recent years, "Internet +" has not only brought opportunities to the pharmaceutical industry, but also made it face great challenges. In this form, pharmaceutical enterprises should not only improve the efficiency of resource allocation, but also ensure the sustainable development of enterprises. Financial strategy is particularly important for the development of enterprises. Based on the perspective of life cycle, this paper selects the financial strategy evaluation system to optimize the financial strategy of Yunnan Baiyao.

Firstly, the SWOT model is used to analyze the strategic environment of Yunnan Baiyao, and the choice of Yunnan Baiyao's current financial strategy is expounded. Secondly, the life cycle of Yunnan Baiyao from 2010 to 2019 is defined by using retained earnings equity ratio method and cash flow observation method, and Yunnan Baiyao is determined to be in the mature stage, and the financial strategic objectives of the life cycle stage are defined. At last, this paper makes an in-depth analysis of the life cycle and financial strategy of Yunnan Baiyao with the help of the financial strategy evaluation system.

Through the above analysis, the paper finds that the proportion of equity capital in Yunnan Baiyao is too high, which leads to the increase of cost of capital ratio and cost of capital. Diversified investment has stickiness and insufficient investment; If the dividend policy of continuous growth is difficult to be maintained in the later period, the sustainable development of the enterprise will be affected. In view of the problems found, the article puts forward the corresponding optimization suggestions: Yunnan Baiyao should increase debt capital, optimize capital structure to reduce capital cost; We should reduce the investment in fixed assets and increase the investment in intangible assets at home, and continue to expand the investment abroad. We should distribute the operating results reasonably and attach importance to the sustainable development of enterprises. The above research is expected to have a positive impact on the sustainable development of Yunnan Baiyao.

Keywords: Financial strategy; Life cycle; Economic value added; Yunnan Baiyao

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究目的与意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 财务战略研究.....	3
1.2.2 生命周期与财务战略的关联性研究.....	4
1.2.3 财务战略矩阵的应用研究.....	5
1.2.4 文献述评.....	6
1.3 研究内容与研究方法.....	7
1.3.1 研究内容.....	7
1.3.2 研究方法.....	8
2 相关概念和理论基础	9
2.1 相关概念.....	9
2.1.1 财务战略矩阵评价体系.....	9
2.1.2 生命周期耦合性财务战略矩阵.....	11
2.2 理论基础.....	13
2.2.1 SWOT 模型.....	13
2.2.2 财务战略理论.....	13
2.2.3 企业生命周期理论.....	15
3 案例介绍	16
3.1 云南白药概况.....	16
3.2 云南白药财务战略环境.....	16
3.3 云南白药财务战略选择.....	18
3.4 云南白药生命周期的界定.....	25
3.5 云南白药成熟期财务战略目标.....	26
4 财务战略矩阵下云南白药财务战略实施效果分析	28
4.1 云南白药财务战略矩阵综合分析.....	28

4.1.1 云南白药财务战略矩阵图	28
4.1.2 云南白药财务战略矩阵的总体描述	29
4.2 云南白药财务战略纵轴分析	29
4.2.1 税后净营业利润	29
4.2.2 加权平均资本成本	32
4.3 云南白药财务战略横轴分析	35
4.3.1 可持续增长率	35
4.3.2 可持续增长能力	36
4.4 生命周期与财务战略匹配性分析	37
4.4.1 生命周期耦合性财务战略矩阵分析	37
4.4.2 云南白药所处生命周期的财务战略分析	38
5 云南白药财务战略存在的问题	40
5.1 云南白药总体财务战略与所处生命周期匹配性较差	40
5.2 云南白药筹资战略存在的问题	40
5.3 云南白药投资战略存在的问题	42
5.4 云南白药股利分配战略存在的问题	44
6 云南白药财务战略的优化建议	45
6.1 总体上云南白药应该制定与生命周期相匹配的财务战略	45
6.2 优化资本结构,降低总资本成本	45
6.3 优化投资结构,改善经营状况	46
6.4 合理分配经营成果,注重企业的可持续发展	46
7 研究结论与启示	47
7.1 研究结论	47
7.2 启示	48
参考文献	49
后记	53

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 选题背景

我国从深化经济改革和开放以来,经济全球化的趋势及互联网发展的冲击给我国医药产品带来了些许新的机遇,但同时让其在发展中面临着很多挑战。经济的欣欣向荣也意味着激烈的竞争,企业要保持原有的核心竞争力,就要有统筹全局的战略眼光,企业不仅要为投资者创造价值,还要有可持续发展的长远布局。企业应与以往不同,战略性布局财务资源,促使财务战略为公司可持续发展发力。

21 世纪以来,医药行业算得上是朝阳产业,增长迅速,但是发展的路从来都不是坦途,医药行业也面临着很大挑战;加上医药行业一直都是资金密集型行业,随着社会的发展进步,医药行业需要借助互联网向现代化产业迈进,随着全面建成小康社会的到来,社会对医疗保健的需求高涨,医药行业备受关注。据了解,2018 年该行业的营收规模达到近 24000 亿元,同比上涨 12.6%,利润总额超过 3000 亿,同比上涨 9.5%;同时了解到 2019 年年底,我国医药企业达到一定规模的有 7382 家。2020 年初,受新冠疫情影响,“医药+互联网”得到政府的支持。企业该如何整合资源,构建“医药+互联网”的营销渠道成为刻不容缓的突破之路。

云南白药凭借着云南政府的大力支持和自身的核心竞争力顺利发展至今,也取得了比较可观的成绩。2010 年以来,云南白药通过并购逐步扩大规模,同时发展自己的物流新板块,自主研发供应链指挥协同平台,利用“互联网+”,加速产品到用户这个链条上的运行速度。那么云南白药这些前卫的行动能否为企业创造价值,文章将通过研究云南白药财务战略来探索这个问题。企业的所有战略安排,离不开企业的财务战略做支撑,财务战略可以帮助企业整合资源,改善经营能力,为云南白药可持续发展蓄力。

1.1.2 研究目的与意义

1. 研究目的

文章研究的目的是云南白药在可持续发展的路途中，财务战略的布局是否与其发展阶段吻合。在机会与挑战并存的环境下，企业不仅要生存，更重要的是不被市场排挤出去，因此，持续发展是企业永远都要坚持的发展理念。高效的财务战略能够推动企业良性发展。生命周期耦合性财务战略矩阵将在文章中被用于评价云南白药财务战略，这不仅可以帮助案例公司优化企业的财务战略，还将通过分析财务战略对当前企业是否适配的问题。

另外，财务战略评价体系是由两个衡量企业不同维度的指标搭建起来的综合分析工具。其中纵轴衡量企业的价值创造能力，横轴代表企业的可持续发展能力。矩阵将企业的财务战略划分成四个区域，横纵坐标绘制的曲线用来刻画一段时期内财务战略的动态变化。第一、二、三和四象限分别与生命周期的成长期、成熟期、衰退期和撤退期匹配，来帮助企业调整并优化企业的财务战略和经营策略。财务战略矩阵作为一种财务管控工具，其研究体系已经成熟，实用性也被业界认可。所以，将财务战略矩阵应用于云南白药，分析云南白药财务战略实施的效果，以便优化案例公司的财务战略，是文章研究的目的所在。

2. 研究意义

文章基于生命周期视角，选取云南白药为案例公司，然后用财务战略矩阵分析云南白药财务战略实施效果的分析，丰富了财务战略的应用研究。借助分析工具帮助云南白药更加清楚地了解自己所处的内外部环境以及财务战略与企业发展态势匹配与否。利用比较详细的指标数值，对云南白药的财务配置问题提出一些要求或对一些不合理的方面提出优化建议，使得云南白药提升自身的发展空间。综上，企业要想在竞争中永葆青春，管理者就不能忽视企业的可持续发展问题。企业不仅要对自己的发展状态有所认识，而且对发展前景也要有所把握，因此评价一个企业的财务战略非常有意义，可以借助理论和工具通过一些指标或者特征了解其优势并发挥其优势，发现其弱点并有效避免，以谋求可持续发展。

1.2 文献综述

1.2.1 财务战略研究

1. 关于财务战略定义的研究

提到“财务战略”必会提及美国学者伊戈尔·安索夫，安索夫（1976）首次完整地提出了企业财务战略管理的概念，并引起广泛关注。八十年代中期，又有学者对于财务战略做出了一些认定，比如 Fred. R. David（1985）学者与 C. H. John（1985）都从企业中财务发挥什么样的作用这个角度对财务战略进行分析，Fred. R. David 从财务管理的功能总结了企业战略需要具备的财务条件。C. H. John 认为财务战略更像是一种对自己发展的计划，他们都认为，财务战略应该是对资金的来龙去脉的总体安排。后来，Allen（1988）在他的文章中肯定了这一思想。克拉克在文章中指出，财务战略是一个动态的、相互关联的框架，能够对内外部环境做出相应的变化。Stoneham（2002）也认为财务战略可以为企业创造价值。

21 世纪初，财务战略的定义趋于成熟。Jakhotiya（2017）学者对财务战略进行如此定义：财务战略是从成本费用、资本筹措以及销售收入进行管理，能够使得企业长久成功的一种比较灵活的动态策略。同年，国内学者郭复初（2017）教授也给出这样一个定义：财务战略是企业发展的过程中为了顺应发展的需求不断做出经营上指导方针的一系列财务政策。

2. 关于财务战略内容的研究

国外一个研究团队，以 R. B. Robinson（1988）为首，他们借助大量的实务案例，经过对很多资料的收集和整理，撰写一本《财务战略》，文中说：一个企业的财务战略应该包含三个方面，资金的筹集、营运资金管理和分红策略管理。Keith Ward（2008）认为财务战略有三个基本内容：资本支出、风险控制和财务战略规划，在考虑如何发挥资本的价值时利用风险管控板块降低企业的财务风险，利用财务战略规划统筹资金的筹集等。国内学者陆正飞（1999）在其文章中指出企业要以可持续发展为立足点制定符合发展规律的财务战略。阎达武（2000）将财务战略分为防御型、稳健型和扩张型。学者李兴尧（2011）以财务战略的功能为切入点，总结了财务战略应该包含投融资策略和收入分配策略等多方面的策略。

3. 关于财务战略作用的研究

首先，很多学者认为，财务战略在发展过程中可以提升企业的核心竞争力。国内学者赵跃元（2002）主要研究了跨国公司对财务战略的应用，并结合大量的实证分析得出结论：在跨国公司，把财务战略能否强化其核心竞争力作为财务战略符不符合公司发展需要的重要标准。学者姚吉（2003）指出，核心竞争力是创造利润的原动力。后来，为了让企业重视其核心竞争力，齐庆祝（2007）利用相关指标，创造了一套财务战略体系。由于文章不采用此战略体系，所以不再赘述。吴茜（2015）在其文章中也提到，企业应该将财务战略和愿景结合以提升企业的核心竞争力。

其次，财务战略有助于企业进行风险管理。以 Brent.Wilson(2016)为首的研究团队有这样一个结论：财务战略能够帮助企业认识自身的财务状态，并确立更加明确的目标，让企业可以及时的对经营过程中遇到的风险采取相应的防范措施。国内学者吴中春（2009）也在文章中提到，企业的发展如同生命的演化，它并非一个静止的状态，企业应当在不同阶段，根据不同需求，制定相应的财务战略，以应对企业的风险。徐玉高（2013）学者认为高管为降低上市公司的经营风险，也应该制定适当的财务战略。

另外，它还能提升企业的价值创造能力，改善企业的经营效率，在一定程度上能促进企业持续发展。Higgins（1988）提出，企业或多或少的存在某些短期行为，如快速扩张等行为，引入财务战略有助于防止短期行为带来的不利后果。Young（2001）提到净利润以及会计利润会使得企业的短视行为比较严重，因为会计准则多多少少存在缺陷，会促使高管逆向选择，操纵利润；EVA 这个指标对利润进行了调整，能够更准确地反应企业的价值创造能力，EVA 可以作为财务战略中评价企业业绩的指标。宋晶（2015）指出企业的财务战略从可持续发展的视角出发，应该依赖价值链，发觉企业的利润增长优势，为企业创造更多价值。

1.2.2 生命周期与财务战略的关联性研究

郭伍常（2004）认为，公司制定财务战略应参考公司的生命周期阶段，这为后来者的研究奠定了基础。罗福凯（2004）的研究表明，企业应该把当下的内外部环境、自身发展状态、欠缺的地方等，作为制定财务战略的重要参考因素。孔

宁宁（2004）将企业处于不同生命周期的风险特征加以梳理，认为企业应该基于这些特征制定其财务战略。吴利英（2008）也在其文章中提到成熟期企业的财务战略选择：（1）利用低经营风险优化筹资策略；（2）选择适度扩张的投资战略；（3）选择高现金股利分配。谢连华（2006）也对成熟期的企业财务战略进行分析并提出以下观点：成熟期企业应该降低权益性筹资比例，增加负债比率给企业带来额外财富；投资应该采取适度扩张策略，并且避免传统的投资而选择并购来弥补企业的劣势。牛晓生（2013）总结了成熟期企业财务战略的财务特征和财务战略选择，他指出成熟期的企业有充足的现金净流量、经营风险较低和利润能有效转化为现金流等特征，筹资活动尽量利用财务杠杆优化财务结构、投资方面要有相应的战略反应并培育新的竞争优势，并指出成熟期的企业应该注重企业财务战略的制定，充分发挥成长期企业的优势。万敏（2014）的研究直接从企业生命周期出发，揭示了不同生命周期特征与财务战略的关系。肖俊杰（2019）选取苏宁易购为案例公司，对成熟期企业财务战略进行优化，为生命周期理论的应用研究添砖加瓦。肖涵（2016）学者提到成熟期企业在投资时突破单一化，进行多元化发展，寻找新的增长点，在进行股利分配的时候尽量采用高现金股利分配，不仅能够帮助投资者增强投资信心，还能避免企业过度投资。

1.2.3 财务战略矩阵的应用研究

1. 财务战略矩阵应用研究

该工具是一种财务战略研究工具，来源于众多学者对经济增加值研究的总结和提炼。美国学者 Viallet、Hawawini（2000）将评价财务战略的指标构建成财务战略矩阵，他们认为会计数据对分析和研究企业的财务问题非常局限，不够全面也不够综合，也比较短视，并不利于企业长远的发展。Wet 和 Jager（2007）在其文章中指出，财务战略矩阵作为一个评价体系要优于 EVA，财务战略矩阵是一个发掘企业财务方面问题非常好的一个工具。Foreman（2007）肯定了财务战略的理论价值，认为财务战略矩阵是财务战略研究的一个创新点。王全喜（2001）构建的 MVA 财务战略矩阵，虽然研究还不够成熟，但却对财务战略矩阵理论研究非常有意义。彭纯军和王惠芬（2004）指出在利用 EVA 评价企业业绩时，建立融合思维模式、激励机制和管理系统为核心的体系。姚文韵（2006）在其文章中指

出,企业不能盲目进行规模扩张,他认为在企业价值减损的状态下,一味扩大规模对于企业的可持续发展特别不利。王科蓓(2016)把风险管控揉进财务战略矩阵中,通过案例研究,验证财务战略矩阵对财务战略的制定有着重要意义。借助财务战略矩阵,企业可以解决财务问题或经营困难。比如赵鹏程(2013)将财务战略矩阵应用到民营企业,发现随意决策、盲目扩张、缺乏战略路径的经营误区在众多民营企业中屡见不鲜。

2. 生命周期耦合性财务战略矩阵应用研究

现如今,对财务战略矩阵的应用,已经不单单停留在其最基本的两个维度,为了实务的需要逐渐地丰富了其功能。同时,生命周期理论逐渐被嵌套进财务战略矩阵加以应用,现将有关文献的观点整理如下:孙学军(2001)对财务战略现行理论进行梳理过后,提出生命周期耦合性矩阵有着不可忽视的作用,即可以用以优化企业财务战略。姚文韵(2006)也提到,将耦合性财务战略矩阵应用到企业的管理中,能避免企业过度扩张而破产,也能避免过慢发展而落后。任百祥(2012)将企业生命周期、财务战略矩阵和波士顿矩阵相结合构建的体系,用以刻画企业的总目标总战略,继而用财务战略矩阵确定企业的财务战略,三者共同作用以促进财务战略与整体战略目标的一致性。李蕾红、朱莎莎(2013)进一步丰富了财务战略矩阵评价体系这一概念,将生命周期揉进财务战略,并对每个象限给出了相应的对策,通过具体案例证实了这一耦合性矩阵的可应用性。国创锋与王宇欣(2018)认为财务战略契合生命周期,即耦合性的财务战略矩阵模型更加重视企业的可持续发展能力,避免企业过于注重利润而引起的短视行为。

1.2.4 文献述评

首先,财务战略的概念最早来自美国,它不具有独立性。随着理论和实务的不断需要,财务战略越来越受到重视,逐渐作为一个独立分支来研究,财务战略也因此有了完整的意义。

其次,关于财务战略的内容及其作用,有很多学者持不同建议。内容上,大多数学者认为财务战略应该包含资金的筹集、资金的分配、资金的管理,部分学者认为财务管理不可忽视筹融资策略和对经营成果分配方案,也有人认为风险管控也应该是财务战略内容。本文采纳大多数学者的观点:财务战略应该包含资金

筹集的活动、把资金投资出去获利的活动、把赚的钱如何分配给股东的活动。关于财务战略的主要作用有三：财务战略在企业发展过程中能够增强企业的核心竞争力；而且在企业风险管理过程中也能发挥相应的作用；另外它还能提高企业的价值创造能力，一定程度上还能促进企业持续发展。

最后，对财务战略矩阵的应用研究做了归纳。生命周期理论与财务战略有着不可分割的联系，那么接着文章对耦合性财务战略矩阵内容加以论述，发现耦合性财务战略矩阵对于企业的财务战略的研究有着更综合、更全面、更准确的研究特性。

基于前人的研究，文章发现：财务战略对企业的发展有着重要的影响；财务战略应该依照生命周期顺势而为，生命周期影响财务战略的选择，财务战略的实施又影响企业的发展。

耦合性财务战略矩阵将生命周期、价值创造能力和可持续增长能力糅合成一个体系，能够综合分析企业的财务战略。由此文章基于生命周期视角，选取云南白药为案例公司，对云南白药生命周期加以界定，确定其财务战略目标，并利用财务战略评价体系对云南白药财务战略实施效果加以分析，然后提出相关的优化建议。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

文章主要从企业生命周期角度出发，借助 2010-2019 年间云南白药公布的数据，对云南白药财务战略进行研究。首先，对文章写作所依赖的基础理论，一一做了概括，其中包含对案例公司生命周期的界定并明确其财务战略目标，然后进一步分析了云南白药财务战略实施的效果，从中挖掘云南白药财务战略有待进一步优化优化的地方，提出优化建议。

内容分为七部分：

第一章：绪论。包含研究背景和意义、文献综述，以及文章内容和研究方法。

第二章：理论基础。介绍了 SWOT 模型、财务战略理论、生命周期理论和生命周期耦合财务战略矩阵的概念。

第三章：案例介绍。包括云南白药的概况、云南白药集团的内外环境、云南白药的财务战略选择的阐述以及对案例公司进行生命周期的界定，进而明确云南白药的财务战略目标。

第四章：对云南白药现行财务战略的实施进行分析，通过一系列详细指标挖掘云南白药财务战略所存在的问题。

第五章：继第四部分的分析，总结云南白药财务战略存在的问题。

第六章：提出优化建议。

第七章：结论与启示。

1.3.2 研究方法

1. 案例分析法，主要通过具体的案例，借助理论知识和研究工具进行分析、评价、提出优化建议。

文章以云南白药集团作为案例公司，采用了 2010-2019 年的财务数据进行定量分析，分别计算经济增加值和可持续增长率。进一步测定了云南白药生命周期阶段。利用耦合性财务战略矩阵，综合分析了云南白药财务战略实施的效果。

2. 文献综述法，主要从学校图书馆提供的数据库、其他学校的数据库、中国知网和其他纸质材料收集所需资料，对现行的研究成果进行了有针对性的整合，对文章研究所依赖的理论进行概括，理清本文的行文脉络。

对文章涉及的理论做了整理，增强文章的专业性。

2 相关概念和理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 财务战略矩阵评价体系

财务战略评价体系即是财务战略矩阵。如图 2.1 所示：

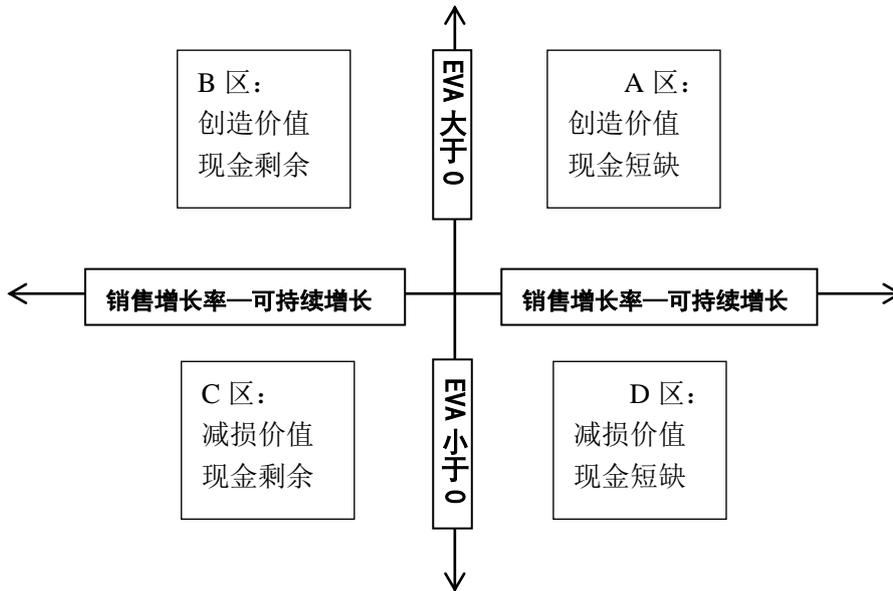


图 2.1 财务战略矩阵评价体系

A 区代表企业创造了价值但是现金比较短缺。如果这种状态是暂时的，企业应增加负债；如果是长期的，企业应提高可持续增长率或增加权益资本以改善企业的经营状态。

B 区代表企业创造了价值而且现金有剩余。企业可以利用剩余的现金进行投资活动。可以选择完善上下游价值链，也可以选择扩大规模等，如果经过合理的投资之后现金仍有剩余，可以加大股利支付的力度或者回购股份等。

C 区代表企业的价值被消耗，但是还是有一定的现金剩余。当企业处于 C 区时说明企业几乎没什么盈利能力，所以企业要提高资本回报率或降低资本成本，如果两个都做不到，那么企业可以考虑出售部分或放弃部分盈利能力差的业务单元。

D 区代表企业不能为股东创造价值，现金匮乏。企业判断这种状况是行业普遍的现象，企业应该采取退出策略，如果是企业独有的现象，那么企业应该彻底整合资源并进行重组业务。

1. 纵轴：企业价值创造理论

价值创造也被称为企业运营产生的剩余收益。这个剩余收益中还包含新投入的资本，那么企业没有新增权益投资和债务投资的情况下，市场增加值即经济增加值。但是企业是动态发展的，不可能没有新投入的资本，经济增加值的价值就凸显出来，经济增加值用来衡量企业创造的价值具有普适性。

EVA 是由国外学者也是诺贝尔奖获得者莫顿·米勒 (Merton Miller) 和弗兰克·莫迪利亚尼 (Franco Modigliani) 提出。EVA 的核心思想是：企业占用资金创造的价值为企业税后的经营利润减掉企业占用资金付出的成本即 EVA，EVA 大于零则企业的价值增加，EVA 小于零则企业的价值减损。与传统的会计利润相比，EVA 考虑了财务报表中没有全面考虑成本的缺陷，即考虑了权益资本成本。它能够提高决策有用性，也能更好的帮助股东了解公司真实的运营情况，被经济学界称为“无形的手”，即有引导管理者，督促管理者履行职责的作用。EVA 不仅能够反映企业的价值增加与否，还能在发现企业价值减损的时候，根据 EVA 涉及的指标发现企业的问题并解决问题。

EVA 计算的基本公式：

$$EVA = NOPAT - TC \times WACC$$

其中：NOPAT—税后净经营利润

TC——投入总资本

WACC——加权平均资本成本

EVA 这个指标将企业的经济增加值分为两个部分：即经营的成果 (NOPAT) 与经营的成本 ($TC \times WACC$)；经营的成本有两个因素决定，资本规模 (TC) 与融资成本 (WACC)，资本规模又涉及到资本结构，资本结构又会进一步影响融资结构。EVA 也可以说是业务结构的反映。

2. 横轴：可持续增长理论

可持续发展是企业对未来的一种期许，是基于企业持续经营的假设上提出的一种理论，可持续发展是立足于企业长期发展的角度，防止企业因为短视行为引

起的损失。文章认为财务战略应该与企业的经营战略相协同，把财务战略作为企业的长远发展的发力点和落脚点，避免短视行为。

SGR 是可持续增长能力的计量指标，美国金融学家希金斯立足于以下几点假设提出的可持续增长率：不改变现有财务结构、不增发新股和不改变当前经营能力时能够达到的最大增长率。基于这几项假设，企业只能同时增加资产、负债和所有者权益来增加营业收入，那么保持资本结构不变，必须同时增加相同倍数的负债和权益性资本，这很难实现并很难保持。而且在实际情况中，对于上市公司来说不发行新股这个假设很不现实，宏观和微观的环境会导致市场处于不断变化的动态过程中。随后范霍恩（Van Horn）学者，基于企业长期发展的视角，对可持续增长模型做出了一些改进，使得可持续增长率能够适用于动态的市场环境。范霍恩的可持续增长模型没有那么多对企业的限制，将可能影响企业发展能力的因素都涉及到了，所以文章用范霍恩的模型计算 SGR 更具有现实意义。下面是范霍恩模型的基本计算公式，一般用 SGR 来表示可持续增长率：

表 2.1 可持续增长率的计算公式

$SGR = \frac{A1 \times T1 \times (1 + f)}{A0 \times T0 \times (1 - A1 \times T1 \times P \times R)} - 1$	其中 A—总资产周转率 T—权益乘数 F—新股发行比例 P—销售净利率 R—留存收益率。
--	--

注意，财务战略矩阵可持续增长能力这个维度由销售增长率与可持续增长率的差额来计量，差额越小说明企业的经营状态最接近理想状态。

2.1.2 生命周期耦合性财务战略矩阵

1. 不同生命周期财务战略选择

企业生命周期理论的提出是基于生物研究的理论，认为产品、企业也具备生物从生到死的属性，这个理论能帮助企业解决或者分析问题。企业生命周期一般分为四个阶段：成长阶段、成熟阶段、衰退阶段和撤退阶段：

成长期：企业在成长期面临的风险是最多的，一般表现为：资金和设备匮乏，信息闭塞、市场占有率低等特点。主要有两方面的风险：经营风险表现为受宏观

环境影响较大、管理不善或决策失误都能影响企业的存亡；财务风险表现为筹融资困难、资本成本过高等。

成熟期：企业处于成熟期的时候一般会有如下经营风险：对市场的反应比较敏感，机会的错失可能导致企业发展缓慢，过度扩张又会带来破产风险，管理不善或者内控失效有可能导致企业经营不善出现法律风险等，处在这一阶段的企业应考虑如何降低融资成本，或者如何优化资本结构。

衰退期：经营风险主要有：企业进入衰退期，产品需求的负增长，企业面临的问题很多。企业所面对的财务风险有：过去的核心竞争力消失殆尽、新的利润增长点很难快速被建立、转行可能加速破产、新的研发活动又缺乏资金。

撤退期：企业一旦进入撤退期，那么会出现市场份额锐减、设备落后等问题，经营面临巨大风险；处于撤退期的企业，现金流难以延续，没有融资筹码和资金保障其他金融风险。

2. 生命周期与财务战略矩阵耦合

将生命周期理论嵌入财务战略矩阵中使财务战略矩阵的功能更加丰富，使案例的分析更加全面。如图 2.2 所示：

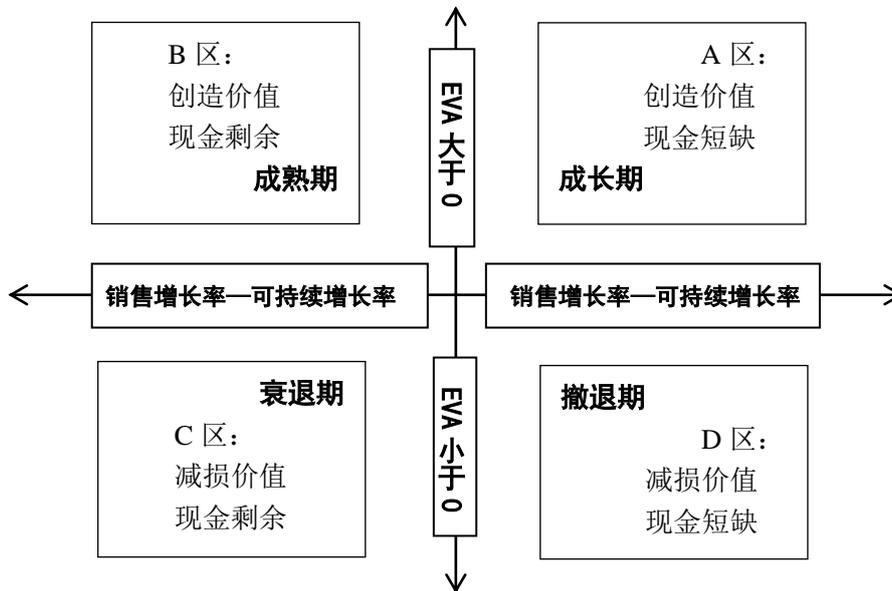


图 2.2 生命周期耦合性财务战略矩阵

成长期与 A 区匹配，因为在 A 区，财务战略矩阵指标的表现与初创期的企业很接近，销售增长率超乎预期，企业价值逐步增加，这符合初创企业的特点。

成熟期与 B 区匹配, 在 B 区财务战略矩阵表现为企业的价值增加, 企业的销售增长率没有初创期那么快, 现金也有一定剩余, 不会像成长期那样缺乏现金的支撑, 企业的整体增长放缓。企业的主要任务是让企业长期处于成熟期。

衰退期与 C 区匹配, 现金有一定剩余, 但是不再为企业创造价值, 企业的销售增长率也没有预期的高, 企业的成长能力也逐渐衰退, 这时候就像一个生物经历了开花和结果, 即将开始老化并衰落, 但还不至于完全凋零。

撤退期与 D 区相匹配, D 区财务战略矩阵表现出企业的状态为企业的价值在减损, 企业也没有现金剩余, 这与撤退期的企业特征非常一致。

2.2 理论基础

2.2.1 SWOT 模型

SWOT 分析模型能够帮助我们理清企业当前所处的状态, 它包含四个方面的内容: 反映企业内部的优势 (strength)、劣势 (weakness); 反映企业外部的机会 (opportunity)、威胁 (threat)。SWOT 分析还可以用来审查企业的战略, 校准战略使得公司健康发展。

其中优势可以从资源、能力、差异化、效率、品牌、质量等方面入手; 劣势和优势是相对的, 也可以从以上几方面入手分析; 机会可以从联盟、相关政策、产品、市场、细分市场以及税收优惠等着手分析, 那威胁也是相对于机会而言的。

SWOT 模型, 这么多年在理论界“永葆青春”, 有着它重要的作用和意义, 实务界也经常用来分析和解决实际问题。这个模型将企业面临的环境分割成内外两部分, 又分别对内部、外部的积极面和消极面进行划分, 它虽然存在一些不足, 比如对于环境的认定比较受主观方面的影响等, 但是它简单、清晰的帮助研究者梳理出企业的具体环境, 也容易被理解。

2.2.2 财务战略理论

1. 财务战略的含义

财务战略是企业整体服务的战略，关系到企业在市场上的资源投入。一般而言财务战略是在企业所处的内外部环境以及宏观经济状态下，对企业资金的运动轨迹的一种规划、是对资金全面性、规划性的描述。财务战略包括以下含义：

- (1) 财务战略服务于企业的总体战略。
- (2) 财务战略的制定受很多因素的制约，比如法律法规，行业准则，再比如企业的发展方向、公司制度等等。
- (3) 财务战略具有前瞻性和统筹性。
- (4) 是一系列关于资金运动的安排。资金该如何使用、资金该从哪里筹措、筹措多少，超出企业需要的资金又该怎么处理等。

2. 财务战略的类型

从不同的角度，可以把财务战略分为以下几类：

- (1) 按照企业所处的生命周期不同分类：
 - ①成长期：一般采用低风险财务战略，结合自身偿债能力确定筹资的方式与规模。采取比较集中的投资策略，很少进行分红或者不分红。
 - ②成熟期：借助财务杠杆优化企业资本结构，扩大企业的规模，寻找新的发力点创造价值，采用稳定的低分配政策。
 - ③衰退期：一般采取稳健的财务战略政策，降低债务性筹资的比例以减少财务费用，另外投资应该关注能够延长企业存续期的投资策略，采用稳定的股利分配政策。
 - ④撤退期：尽量盘活资产，减少现金开支。
- (2) 按照财务战略的内容不同分类：
 - ①筹资战略：通俗地讲筹资战略就是帮助企业筹措资金的一系列相关联的活动，是企业依据现行发展状况和各方面需求，对资金规模、资金结构和来源做出合理的安排和规划。
 - ②投资战略：是企业恒久的难点，资金的使用即为投资，投资活动因为要考虑投资回报与风险的问题而更具复杂性，前期对企业投资领域的确定、中后期企业转型、规模扩张等等都是投资策略需要考虑的问题。
 - ③对收益的分配战略：分配战略是对利益相关者的平衡策略，也是调整和优化企业资金结构的手段。

(3) 按照财务战略的倾向不同进行分类

①扩张型（激进型）财务战略：这类型的企业资产增长比较快，而且大多采取宽松的信用政策等特点。

②稳健型财务战略：在对待负债、投资、利润分配等决策时比较稳健。

③收缩型财务战略：与激进型的财务战略是相反的，通常表现为高利润分配与低负债比例。

2.2.3 企业生命周期理论

企业生命周期是科学刻画企业发展阶段的一种方法，也能帮助企业对所处的发展阶段有一个比较客观的认识，帮助企业做出正确的决策。企业生命周期一般分为四个阶段：成长期、成熟期、衰退期以及撤退期。企业理应做出与所处生命周期相适应的决策，合理整合资源、适当配置资源才能帮助企业可持续发展。企业生命周期理论的指导意义就在于，帮助企业结合自身的发展特征寻找企业最合适的发展策略，企业生命周期理论能够引导企业重视可持续发展能力，能引导企业优化企业的资源配置，调整发展路径。

企业生命周期界定也有多种方法，比较常用的定性判断方法有：现金流量组合法；定量判断方法有：销售收入趋势法和留存收益股权比法等。

3 案例介绍

3.1 云南白药概况

云南白药（000538）创立于1902年。1955年该品牌为了国家的民生健康，将处方和技术全部贡献给国家，从此，它由一个名不见经传的药厂改为企业。1999年组建了云南白药电子商务有限公司，开始了营销工作的创新和改造之路，2006年重要的经济指标居行业首位，业绩连续七年保持了健康良好的发展势头，这标志着云南白药成长为行业的领跑者。云南白药于2012年获得了科技进步奖，这一奖项在此之前的十年里都不曾属于医药行业，2014年获得了工业大奖，填补了我国中西部地区的空缺。云南白药作为传统制造业，以苗药起家，肩负着云南省给予它的发展压力，也对中医药发展起到引领和带头作用。

近年来，公司重塑了云南白药的多品牌体系，从药品品牌向健康服务品牌延伸。采取了“聚焦+控制+共享”为核心的销售策略，与白求恩公益基金会携手尝试打造“设备+电子商务+新媒体”营销矩阵。

健康板块，医学赋能口腔健康，近年又进军面膜产业，不断强化技术创新并积极拓展国际市场。

中药资源板块，将体验式服务融合到销售的过程，形成新的销售模式；医药物流板块，自主研发供应链指挥协同平台，采用“互联网+物联网技术”促进医药产品高效流通。可见云南白药积极创新，紧跟发展趋势，不断完善产业链建设，注重生态模式的培养。

3.2 云南白药财务战略环境

战略环境一般分为内部和外部，它影响着企业的运行。云南白药作为一个医药企业，外部环境比如政策和法律法规对它的影响直接且重要，内部环境是对外部环境做出的反映，企业的文化、核心竞争力以及治理结构，优势和软肋都会影响企业的发展。

1. 云南白药的优势

(1) 云南白药资金充裕。经营活动产生的净现金流量高达 21.05 亿，且持续十年销售收入稳定增长；每年都进行现金股利分配。

(2) 苗药积淀+天然药材。云南白药自创立以来有一百多年，积累了很多治疗经验和医学理论；云南气候特殊，适和药材生长，所以云南白药建设本土药材培植基地。

(3) 多元化优势。云南白药在二十一世纪初，就在寻求多元化发展，目前“药品及医疗器械”、“原生药材及养生系列”、“大健康产品系列”和“茶品系列”已经衍生出 42 个小品类产品。云南白药的多元化战略的核心还是依赖传统的药材，适当融合了新健康的理念，取得了一定的成果。

(4) 知识产权优势。云南白药算是传统医药行业的领跑者。最近几年，云南白药也在整合版权、商业技术、商标权、专利权，还有来自于政府的保护和支持。凝结其优势为其多元化战略铺路。

2. 云南白药的劣势

(1) 产品系列虽然多元，但与其白药系列粘性较强。从近几年来看，云南白药的产品还是以之前的白药系列为核心，加上药品研发周期长，上游原料供应处在瓶颈期，再加上天然药材原料来之不易导致云南白药核心竞争力单一。

(2) 知名度不够。近年来云南白药的产品在国内很受欢迎，大部分原因是因为中国几千年的历史积淀，对中草药产品接受能力较强。云南白药也有突破边界走向国际的行动，但是云南白药产品因为原料昂贵，导致售价偏高，在市场上缺乏竞争力，所以云南白药还应该在品牌理念、知名度方面多下功夫。

(3) 员工缺乏积极性且与学术界合作不够。云南白药在接受政府大力支持的同时，也承担相应就业压力等诸多责任，另外其前身是国有企业，员工状态大多安于现状，创新和研发能力不足，与学术界的合作交流不够。

3. 云南白药面对的威胁

(1) 药品监管机制不完善不严格。我国对药品的定价、采购和医疗保障机制不够完善，导致医药企业准入门槛比较低，执法监督不到位，导致假药和劣质药混入市场，这就倒逼国民对国产药的信任不足，从而阻碍了医药企业的发展。

(2) 国内医药市场竞争剧烈。医药企业数量远多于世界平均水平，而且医药行业很多大企业都具备硬核的竞争力。

(3) 中药材自 2010 年以来，四次大涨价。自 2010 年来，中药材价格就一路大涨，涨幅已经超过百分之百，今年年初中医药再次迎来大涨价，加上近年来中药材的种植也受到威胁，高昂的原材料成本将削弱企业的竞争力。

4. 云南白药面对的机遇

(1) 近年来，人口老龄化愈加严峻，社会负担增重，但是对于医药企业的发展来说，人口老龄化或将给医药企业带来新机遇，新的市场。

(2) 政府将投入资金支持医药企业研发新特药。受疫情的影响和流行病的影响，政府非常重视新特药的研发。

(3) 国民对中医药的认可度提高。疫情期间，中药和传统疗法取得了一定疗效，中医药得到了更大认可。

(4) 关税的优惠政策，促进出口。依据出台的多项政策，共建一带一路蕴藏很多优惠，再比如深化改革开放等蕴含颇多机遇。

(5) 互联网经济为云南白药的发展了提供更多的可能性，也成为了企业转型升级的必然之路，加紧研发互联网与物联网协同平台的研发，这对云南白药价值链的布局非常重要。

总之，云南白药优势与劣势共存，政策和社会发展带来的机会的同时也有威胁，但是从云南白药“新白药 大健康”等战略看来，云南白药一直在寻求突破，补短板，发扬优势。

3.3 云南白药财务战略选择

财务战略作为任何一个企业发展都不可忽视的战略，兼顾企业整体发展的同时也具备一定的独立性。财务战略一般分为：筹资战略、投资战略和股利分配战略。这三部分的战略有一定的独立性，更需要三个战略相互配合统一协调，一起为总体战略发力，三者互相牵制互相促进，让资源可以互相支撑，也可以借助非财务资源的力量推动企业可持续发展。

1. 云南白药筹资战略选择

筹资战略是企业财务战略中最基础，最重要的一个部分，它是一切经营业务的起点和支撑。有效的筹资活动会让闲置资金动起来；也能够优化资本结构。恰

当的、适宜的筹资战略会为企业铺就一条比较平稳的路，能够帮助企业良好运营，不会让资金链出问题，牵绊企业的发展。云南白药的资本结构表如 3.1 所示：

表 3.1 云南白药 2010-2019 年资本结构

	股东权益比率	资产负债率	产权比率	长期负债比率	短期负债比率
2010 年	57.83%	42.17%	72.91%	2.46%	39.70%
2011 年	61.11%	38.89%	63.64%	2.13%	36.76%
2012 年	65.90%	34.10%	51.75%	1.70%	32.40%
2013 年	70.09%	29.91%	42.66%	1.50%	28.41%
2014 年	69.12%	30.88%	44.68%	6.77%	24.11%
2015 年	70.13%	29.87%	42.60%	5.63%	24.24%
2016 年	64.44%	35.56%	55.18%	8.17%	27.39%
2017 年	65.49%	34.51%	52.69%	7.35%	27.16%
2018 年	65.58%	34.42%	52.48%	0.88%	33.53%
2019 年	76.72%	23.28%	30.34%	3.91%	19.36%

资料来源：对财务数据的计算

股东权益比率反映资产中所有者权益的比重，数值越大说明权益资本占比较高，数值越小说明企业资本较多来自于债务性融资。股东权益比率+资产负债率=1，两者都能反映云南白药资本状况。如表 3.1 所示，云南白药 2010 年-2019 年股东权益率上升了近 20%，资产负债率下降了 20%，可见云南白药债务持有率降低，内部资金充足，财务杠杆效应不明显。股东权益比率在 2015 年和 2019 年达到高峰，先上升后下降再上升这样的波动表现企业对资本结构有相应的调控举措，但是结合资产负债率来看，企业整体上自有资本持有率较高。

反映负债与所有者权益的结构指标，首先想到产权比率，云南白药从 2010-2019 年，产权比率低于 1，且从 2010-2019 年，减少了 40%以上。可见，企业负债比例相对较低。这说明云南白药偿债能力强，融资策略保守，偿债压力低，自有资金充足。2016 年-2018 年产权比率有所回升，这是因为企业在此阶段发行了债券，而且利用较强的讨价还价能力采取先款后货的行为所致。

长期负债比率与短期负债比率能够反映企业持有负债的现状，也能反映企业的偿债能力。这两个指标在某种程度上能反映企业的长期负债程度和短期负债程度。前者一般认为应保持在 20%以下较为安全，那么依此看来，云南白药偿债能力比较强，2016 年达到近十年的最高值 8.17%；再看短期负债比率，明显高于长

期负债比率，在 30%上下徘徊，短期债务持有率较高，企业债务灵活性较大，在 2019 年这个指标达到近十年的最低值，不足 20%，同时长期负债比率也只有 3.91%，云南白药偿债压力非常小，自有资本非常充足。

表 3.2 云南白药 2010-2019 年占比最高的两项长期负债与短期负债

	最大的两项长期负债（：元）		最大的两项短期负债（：元）	
2010 年	长期借款： 6684882.14	其他非流动负债： 176284186.69	应付账款： 1486327649.66	其他应付款： 825286698.84
2011 年	长期借款： 6684882.14	其他非流动负债： 182336113.15	应付账款： 1590135442.07	其他应付款： 767152757.06
2012 年	长期借款： 6684882.14	其他非流动负债： 169684426.67	应付账款： 1782637485.57	其他应付款： 767073205.36
2013 年	长期借款： 6684882.14	其他非流动负债： 181267912.23	应付账款： 1825114689.64	应付票据： 609077745.26
2014 年	应付债券： 896412000.00	递延收益： 182099121.96	应付账款： 2051602139.90	应付票据： 681124803.96
2015 年	应付债券： 897160800.00	递延收益： 161071195.40	应付账款： 2469992541.83	应付票据： 751656619.76
2016 年	应付债券： 1,795279200.00	递延收益： 186971985.60	应付账款： 3195641736.85	应付票据： 1184334555.88
2017 年	应付债券： 1797180000.00	递延收益： 218271627.15	应付账款： 3583844187.55	其他应付款： 1414961183.44
2018 年	递延所得税负债： 245455096.61	递延收益： 245455096.61	应付票据： 5615530628.27	一年内到期的非 流动负债： 1799080800.00
2019 年	应付债券： 912928974.00	长期应付款： 661012380.98	其他应付款： 1376254426.65	应付账款： 4590527407.42

资料来源：云南白药财务报告

为了深入探索云南白药筹资战略，文章选取了占比最高的两项长期负债和短期负债来做深入观察，如表 3.2 所示，2010 年-2013 年，最高的两项长期负债主要是长期借款和其他非流动负债，之后几年主要是应付债券和递延收益，其中递延收益其实是未来收益的反应，是其他非流动负债包含的主要是零息负债；从占比最高的两项短期负债来看，2010 年-2019 年主要是应付类，没有短期借款，这说明云南白药的短期债务是利用商业信用占用债权资本形成的，说明云南白药具有良好的商业信用和议价能力，偿债压力很小。

总体而言，云南白药的筹资战略比较保守，自有资金充足，几乎无偿债压力，财务杠杆的应用不明显，在云南白药进行多元化战略和扩张战略的阶段，应当适当利用财务杠杆来解决企业的筹资问题。

2. 云南白药投资战略选择

投资战略是企业利用有限的资金，在顺应企业的发展的情况下进行合理投资，提升资本的回报率和利用率，平衡资本结构，优化资产结构，进行总体战略的推进的一系列活动。云南白药经营活动创造出足量的现金，资金的充分利用显得尤为重要，而且投资能够平衡企业的经营风险。投资结构如表 3.3 所示。

表 3.3 云南白药 2010-2019 年总资产增长率、净资产增长率

	总资产增长率	净资产增长率
2010 年	27.10%	21.62%
2011 年	19.10%	25.84%
2012 年	17.30%	26.50%
2013 年	20.79%	28.48%
2014 年	26.86%	25.10%
2015 年	18.05%	19.77%
2016 年	27.45%	17.12%
2017 年	12.67%	14.51%
2018 年	9.66%	9.81%
2019 年	63.47%	91.24%

资料来源：对财务数据的计算

从表 3.3 可以看出，从 2010 年-2019 年云南白药的总资产与净资产一直处于增长状态，投资规模很明显是在逐步扩张，尤其在 2019 年，总资产增涨 63.47%，而净资产将近翻了一倍，这是因为 2019 年年底云南白药全额并购子公司实现整体上市。下面是云南白药的内部投资情况。如表 3.4 所示。

表 3.4 云南白药 2010-2019 年内部投资情况 (单位: 万元)

	固定资产	在建工程	无形资产
2010 年	23658.68	77925.27	11959.50
2011 年	103318.51	29823.13	24433.84
2012 年	125158.94	22151.29	22897.20
2013 年	126976.71	26250.79	22316.54

续表 3.4 云南白药 2010-2019 年内部投资情况 (单位: 万元)

	固定资产	在建工程	无形资产
2014 年	165217.86	15006.92	24883.60
2015 年	164021.32	21560.70	23883.59
2016 年	178231.94	13738.08	23095.82
2017 年	174537.17	14480.73	31937.42
2018 年	171529.06	61051.31	31183.80
2019 年	200866.99	97029.03	53838.46

资料来源: 对财务数据的整理

从内部投资结构看来, 从 2010 年-2019 年云南白药的固定资产增长了近 10 倍, 在建工程连年波动, 且幅度较大, 无形资产呈现出循序增长的状态, 10 年来增长了大概 5 倍的样子。可见云南白药通过投资和并购获得固定资产以及无形资产, 然后经过一定的运营转换成企业业绩。另外云南白药作为医药企业, 属于技术密集型企业, 对研发的投入情况非常值得关注, 云南白药研发投入情况如表 3.5 所示。

表 3.5 云南白药 2010-2019 年研发投入情况

	研发人员 (: 人)	研发人员占比	研发投入	占营业收入比重
2010 年	未披露	未披露	3319 万元	0.33%
2011 年	未披露	未披露	3183 万元	0.28%
2012 年	未披露	未披露	9506 万元	0.69%
2013 年	未披露	未披露	18178 万元	1.15%
2014 年	未披露	未披露	15864 万元	0.84%
2015 年	649	7.96%	10037 万元	0.48%
2016 年	679	8.09%	8993 万元	0.40%
2017 年	701	8.45%	8404 万元	0.35%
2018 年	711	8.81%	11030 万元	0.41%
2019 年	748	9.21%	17389 万元	0.59%

资料来源: 对财务报告的整理、计算

从表 3.5 可以看出, 云南白药近十年来, 研发投入的金额先增加, 后下降, 又增加, 占营业收入的比重除了 2013 年突破 1%, 剩余几年都小于 1%。从研发人员的情况可以看出, 云南白药对研发投入越来越重视。下面是云南白药对外投资情况, 如表 3.6 所示。

表 3.6 云南白药 2010-2019 年对外投资情况 (单位: 万元)

	金融资产	长期股权投资
2010 年	0	3517.89
2011 年	51.97	3015.44
2012 年	0	3000.00
2013 年	14.98	6042.36
2014 年	49516.51	385.26
2015 年	316576.72	523.54
2016 年	212693.47	0
2017 年	687401.63	76.80
2018 年	738957.10	110.56
2019 年	938073.72	31745.99

资料来源: 对财务数据的整理

文章对选取的“金融资产投资”分类做以解释: 因为金融工具准则的不断变化和修正, 相应的报表项目名称发生了一些变化, 为了分析方便, 这些都合并放在“金融资产投资”这个项目下。

从表 3.6 能看出, 云南白药对金融资产的投资整体上还是呈增长趋势, 直到 2019 年金融资产投资达到了 93 亿之多, 可以看出企业为了提高现金使用效率而购进金融资产。长期股权投资也是有波动但是整体趋势呈上涨趋势, 2019 年长期股权投资达到 3 亿多。投资战略呈现扩张型战略。

3. 云南白药股利分配战略选择

有效的股利分配战略是将剩余收益合理分配, 降低高层操纵现金的风险, 也能增强投资者以及潜在投资者对企业的信心, 也能反映企业对剩余收益的安排。如表 3.7 是云南白药 2010 年-2019 年股利分配的情况。

表 3.7 云南白药 2010-2019 年股利分配的情况

	归属普通股股东的净利润 (单位: 万元)	分配形式	每股股利 (单位: 元)
2010 年	92616.86	现金股利	0.10
2011 年	121190.29	现金股利	0.16
2012 年	158284.57	现金股利	0.45
2013 年	232145.38	现金股利	0.50
2014 年	250607.65	现金股利	0.50

续表 3.7 云南白药 2010-2019 年股利分配的情况

	归属于普通股股东的净利润 (单位：万元)	分配形式	每股股利 (单位：元)
2015 年	277084.14	现金股利	0.60
2016 年	291987.68	现金股利	0.80
2017 年	286853.79	现金股利	1.50
2018 年	349377.15	现金股利	2.00
2019 年	418372.76	现金股利	3.00

资料来源：对财务数据的整理

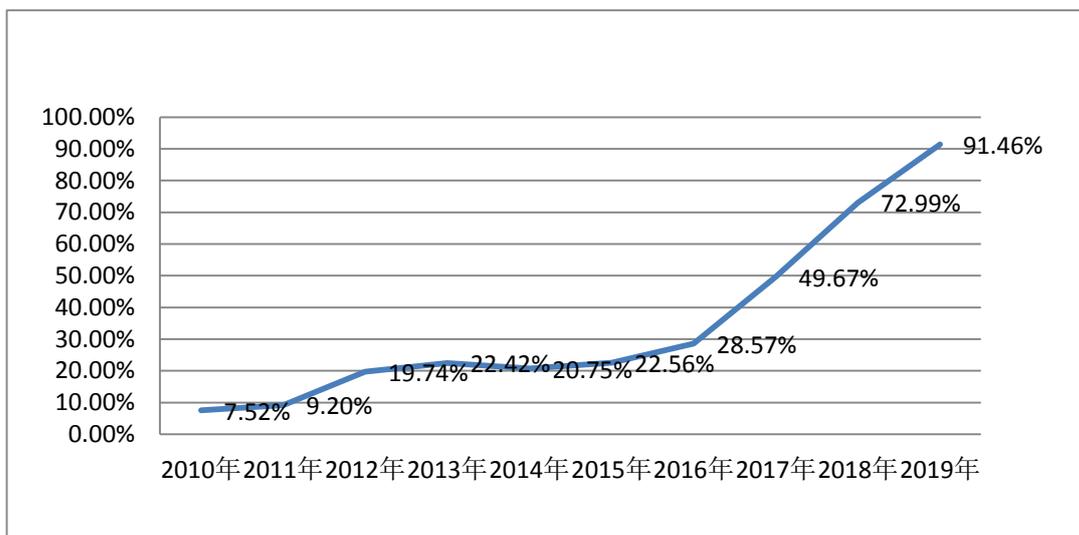


图 3.1 云南白药 2010-2019 年股利支付率

由表 3.7 可以看出，云南白药 2010-2019 年都会进行股利分配，且都以现金股利的形式分配，再结合图 3.1 可以看出从 2010 年至 2019 年云南白药股利支付率逐年攀升，由 2010 年的 7.52% 上升至 2019 年的 91.46%，尤其 2016-2019 年增长迅速。再结合表 3.1 云南白药所表现出的偿债能力较强，云南白药盈利状况良好，云南白药年报上显示，2019 年 12 月 31 日，现金及其等价物余额有 1234420.72 万元，自有资金充足。不断增长的股利支付率可以给投资者增加信心，给投资者以及潜在投资者良好的形象和积极的投资信号。

但是云南白药的股利支付率持续增长，如果可持续增长能力落在财务战略矩阵的第二象限和第三象限，那么说明企业给股东分配股利是对的，如果可持续增长能力落在第一象限和第四象限，企业进行如此高比例的现金股利分配的做法就

有问题。而且这种状态后期无法持续保持，会对企业造成不好的影响。加之近年来云南白药进行行业内的并购活动，如此高的现金股利支付率是否符合其发展阶段呢，下文将继续研究。

3.4 云南白药生命周期的界定

本文选择了两种方法来界定云南白药的生命周期。

第一种测定方法是用留存收益股权比（RE/TE）这个指标来界定生命周期的阶段，RE/TE 反映企业内外部融资结构，公司在创立之初，多借助外部资金来经营企业，此时投资机会高且风险大利润少，RE/TE 这个指标数值偏小，待企业进入成熟期，有了一定比例的利润留存这个指标数值会比在成长期变大，DeAngelo、Denis、Osobov 等诸多国外学者也通过实证研究证明企业越趋于成熟，RE/TE 越大，且股利支付意愿越强。在此之前，DeAngelo（2000）已经用留存收益资产比对生命周期进行过定量判断，后来经过分析论证发现总资产受到很多因素的影响，导致测定的结果不是很准确，其他国内学者也发现它不太适用于中国国情。之后以宋福铁、梁新颖（2010）为代表的国内学者比较支持用留存收益股权比测定企业生命周期阶段。文章参考 Denis 和 osobov（2008）学者的研究成果，用留存收益股权比来界定生命周期。我国姜清文（2012）博士也通过实证研究证明我国整体股利支付意愿不强，且成熟期的企业更愿意将利润分配给股东。国内学者杨汉明、徐腊平、宋福铁、屈文洲、梁新颖等的研究也得到与此相同的结论，说明这个指标可以用来测定企业的生命周期阶段。姜清文博士还在研究中发现在我国 RE/TE 高于 0.4 已经算是具有高股利支付意愿的企业了。然后本文运用留存收益权益比率（RE/TE）结合云南白药的股利支付情况来界定案例公司的生命周期。

表 3.8 云南白药 2010-2019 年留存收益股权比与股利分配情况

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
RE/TE	0.56	0.65	0.72	0.72	0.79	0.82	0.79	0.8	0.8	0.5
股利分配情况	分配									

资料来源：对财务数据的计算

由表 3.8 可见，2010-2019 年，云南白药处于成熟期阶段。

第二种测定方法是定性观察法，依据 Dickinson 和姜文清等学者对企业现金流和生命周期阶段的分析和研究，本文预期企业各生命周期阶段现金流状况如表 3.13 所示：

表 3.9 生命周期阶段对应净现金流量状况

	经营活动	投资活动	筹资活动
初创期	负	负	正
成长期	正	负	正
成熟期	正	负	负
衰败期	负	正	不确定

表 3.10 云南白药 2010-2019 年净现金流量状况

年份	经营活动	投资活动	筹资活动
2010 年	正	负	负
2011 年	负	负	负
2012 年	正	负	负
2013 年	正	正	负
2014 年	正	负	正
2015 年	正	负	负
2016 年	正	负	正
2017 年	正	负	负
2018 年	正	负	负
2019 年	正	正	负

资料来源：对云南白药财务报告的观察

从 2010-2019 年现金流量状况看，除了 2011 年比较反常之外，整体上符合成熟期企业的现金流量状态，进一步佐证云南白药 2010-2019 年处于成熟期阶段。

3.5 云南白药成熟期财务战略目标

文章已经确定 2009 年-2019 年云南白药处于成熟期。成熟期企业具备较强核心竞争力，经营状况表现出稳定营销网络，经营状况、盈利状况都比较乐观，现金流量充足。那么我们就明确云南白药成熟期财务战略目标。

1. 筹资战略目标

云南白药处于成熟期阶段，且经过筹资战略选择的分析，发现云南白药自有资金充足，现金流量充足，偿债能力非常强。那么首先根据自由现金流假说，自由现金流越充足管理层滥用职权的风险越大，所以云南白药加强现金利用效率，减少现金剩余，降低管理层蚕食所有者利益的危险；其次，云南白药应该采取较为激进的筹资决策，增加负债筹资比例以优化资本结构。

2. 投资战略目标

云南白药当下是成熟期阶段，企业也具备相当规模，加上自有资金充足，企业一方面要维持当下的鼎盛，要维持其市场地位，也要维持市场占有率等，继续优化产品结构，提升可持续发展能力；另一方面可以考虑扩大规模或者进行多元化战略，增加企业的利润点，巩固和延长成熟期寿命。另外，云南白药作为技术密集型企业，应当注重企业无形资产的投资，降低企业产品多元化粘性，挖掘新的利润增长点。

3. 股利分配战略目标

成熟期企业，基于产品很强的竞争力，应该摒弃价格战而聚焦内部管理成本，并且同时增加股利支付率以提高投资者信心。但是通过云南白药股利分配战略现状的观察发现 2019 年超高现金股利支付率的现象也是不正确的，这会导致资本成本陡增，而且不利于后续发展，2019 年以完全发行股票方式对白药控股进行合并，这也增加企业的权益资本成本。综上，云南白药应结合当下生命周期，及时调整其股利分配策略。

4 财务战略矩阵下云南白药财务战略实施效果分析

4.1 云南白药财务战略矩阵综合分析

4.1.1 云南白药财务战略矩阵图

文章从云南白药财务报表、国泰安数据库等平台获取数据，然后一步步计算出横轴和纵轴的数据，进而采用 Excel 绘制出云南白药财务战略矩阵图。如图 4.1 所示。

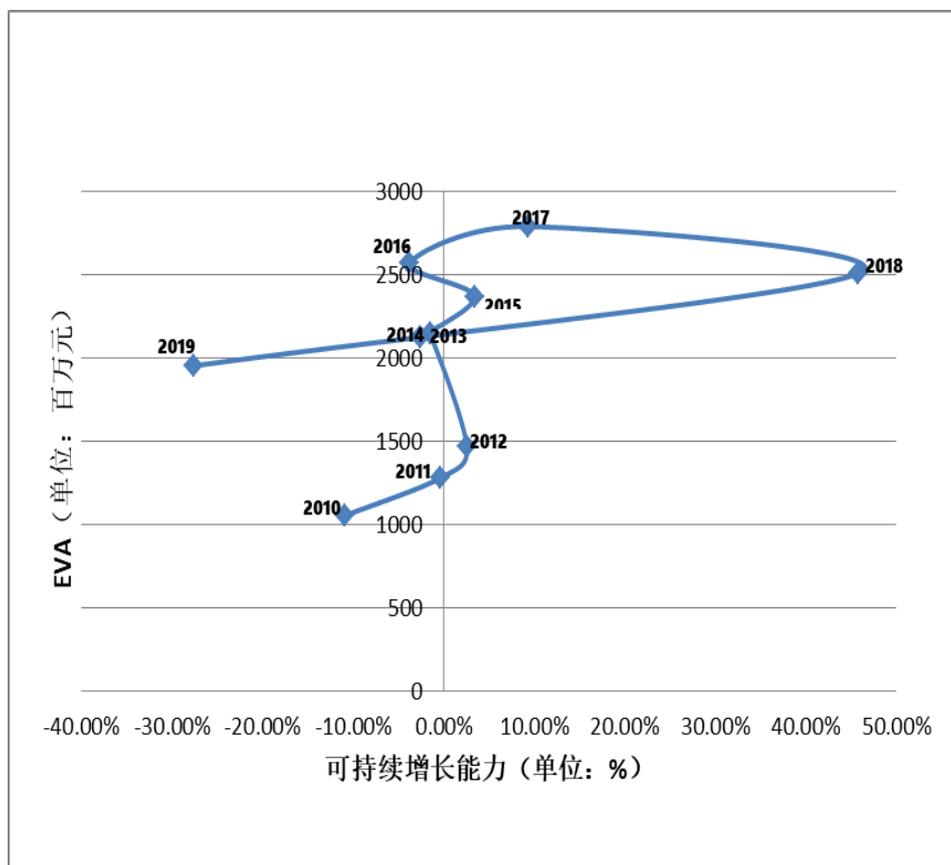


图 4.1 云南白药财务战略矩阵图

矩阵图上的点越高、越接近纵轴越好，点越高说明企业创造的价值越多，越接近纵轴说明云南白药可持续增长能力越趋于理想。

4.1.2 云南白药财务战略矩阵的总体描述

本文通过计算绘制出如图 4.1 所示的财务战略矩阵图，云南白药 2010-2019 年的发展轨迹图显而易见。从图 4.1 可以看出，2010-2019 年云南白药一直在创造价值，而且 2010-2017 年间，价值创造能力也在稳步提升。2017 年后，云南白药的价值创造能力下降；企业 2010 年至 2017 年的可持续增长能力在纵轴左右徘徊，其可持续增长能力趋于理想。但是 2017 年发生较大转折，2018 年、2019 年这两年，企业的可持续发展能力明显下降。

2012 年、2015 年、2017 年和 2018 年，点都落在第一象限，说明这四年，企业是增值型现金短缺状态，而且这种状态并不连续；2010 年、2012 年、2013 年 2014 年、2015 年以及 2019 年分布在第二象限，这 6 年云南白药的状态是现金剩余价值增加，但这种状态也不稳定。

4.2 云南白药财务战略纵轴分析

EVA 经济增加值与传统的净利润指标相比，调整了那些会计利润计算过程中的缺陷，得到如表 4.1，2010-2019 年云南白药 EVA 经济增加值。

表 4.1 云南白药 2010-2019 年 EVA 数值（单位：百万元）

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
EVA	1053.30	1280.84	1464.96	2145.04	2125.23

续表 4.1 云南白药 2010-2019 年 EVA 数值（单位：百万元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
EVA	2370.35	2573.59	2790.65	2508.05	1952.01

从云南白药的经济增加值来看，云南白药的价值创造能力从 2010-2017 年呈现稳步上升的趋势，2018 年开始有下滑的势头。

4.2.1 税后净营业利润

税后净营业利润（NOPAT）是 EVA 计算的起点。文章在计算时对一些项目进行了调整：

(1) 利息支出。利息费用的支出产生于企业对债权人资金的占用所付出的回报，但是这个回报在计算资本成本时，在债务资本成本中反映，为避免重复计算，将债务资本产生的利息费用先加回来。

(2) 营业外收支。“营业外”即与营业活动无关的活动。为了评估企业的真实业绩，防止企业利用不正当手段操控利润，所以要将其产生的损益剔除掉。

(3) 资本化的研发费用。一般而言研发费用是一次性投入的资本，被资本化，形成无形资产后，在企业经营过程中受益时间较长，而且研发支出被资本化的部分是为了适应企业的战略，推动企业的发展而发生的，这部分费用也应该从会计利润中加回来。

(4) 商誉。从 EVA 的角度出发，商誉应该是企业的永久性财富，摊销和冲减当期费用的做法都不正确，所以在计算 NOPAT 时，将已被摊销的商誉加回来，同时计入总资本（站在 EVA 的角度，商誉的摊销减损企业的股权资本）。

(5) 减值准备。制造业企业计提减值准备，是为了防止企业高估资产，也是会计准则所要求的。但是基于 EVA 视角，这种做法不能反映资产的实际价值，还有可能被利用操纵企业的利润，所以要将相关准备加回来。

(6) 递延所得税。这个项目反映暂时性差异，不体现当期所得税支出。因此，应将递延所得税的贷方余额加回。同时要在总资本成本中也要做相应的处理。

(7) 广告宣传费用。打广告是一个企业必不可少的活动，有利于产品销售以及新产品的推广，也有利于巩固市场地位，基于 EVA 视角，也能促进企业的进步，计算时应当加回。

因此，税后净营业利润=净利润+（利息支出+当期各项准备金增加+营业外支出-营业外收入）×（1-所得税税率）+资本化研发费用+商誉的摊销+广告宣传费+递延税款贷方余额。

表 4.2 云南白药 2010-2019 年 NOPAT 的数值（单位：百万元）

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
净利润	926.34	1210.91	1582.85	2321.45	2497.33
+：利息支出（税后）	8.51	1.65	11.95	16.02	34.38
+：当期各项准备增加（税后）	4.88	-5.91	18.98	125.63	-103.85

续表 4.2 云南白药 2010-2019 年 NOPAT 的数值 (单位: 百万元)

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
一: 非经营性损益 (税后)	-2.52	25.68	26.21	46.79	60.24
+: 本期资本化的研 发费用	---	---	---	---	---
+: 本期商誉的摊销	---	---	---	---	---
+: 广告宣传费	412.15	507.96	437.87	380.30	602.55
+: 递延所得税负债 增加额	0	0	0	0	0
一: 递延所得税资 产增加额	15.41	-0.075	10.66	51.59	-10.48
税后净营业利润	1338.99	1689.725	2021.44	2745.02	2980.65

续表 4.2 云南白药 2010-2019 年 NOPAT 的数值 (单位: 百万元)

年份	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
净利润	2755.58	2930.89	3132.53	3480.41	4173.05
+: 利息支出 (税后)	59.09	93.68	95.91	221.22	94.19
+: 当期各项准备增加 (税后)	13.69	-0.62	48.63	-732.88	-150.73
一: 非经营性损益 (税 后)	35.32	58.26	0.84	-4.37	-12.59
+: 本期资本化的研发 费用	---	---	---	---	---
+: 本期商誉的摊销	---	---	---	---	---
+: 广告宣传费	552.11	706.90	689.52	689.08	539.12
+: 递延所得税负债增 加额	0	0.571	0	8.19	60.42
一: 递延所得税资产 增加额	7.61	70.14	29.74	17.21	-254.71
税后净营业利润	3337.81	3603.02	3936.01	3653.18	4983.35

资料来源: 对云南白药财务报告数据的整理

从表 4.2 可以看出, 2019 年的税后净营业利润约为 2010 年的 3.7 倍, 而且近十年来整体上呈现稳步上涨的趋势, 在 2018 年出现了下降但于 2019 年追回, 达到了 49 亿之多。但值得注意的是近十年来云南白药并没有成型的可以资本化进行无形资产后续计量的自主研发的产品, 对于专业的研发机构和研发团队的投

入和力度还是有所欠缺。另外，云南白药的广告宣传费最高达到 7 亿多，最少也在 3 亿多，可见云南白药重视品牌的宣传，致力于打造品牌效应。

4.2.2 加权平均资本成本

在第二章理论基础部分的梳理中提到了 EVA 的计算。分步计算公式如下：

EVA=税后经营业利润-加权平均资本成本

加权平均资本成本=加权资本成本比率*总资产

加权资本成本比率=权益资本成本比率*权益资本占比+债务资本成本比率*债务资本占比*(1-所得税率)

从公式可以看出需要计算出：权益资本成本率、和权益资本成本占比；债务资本成本率和债务资本比率和总成本。

第一步：用资本资产定价模型计算权益资本成本率：计算公式见表 4.3，计算结构见表 4.4：

表 4.3 资本资产定价模型

$R_i = R_f + \beta * (R_m - R_f)$	
R_f	无风险利率取自 CSMAR 数据库公布的当年的一年期银行存款利率
$R_m - R_f$	市场风险溢价，以国泰安数据库公布的 GDP 增长率作为市场风险溢价
β	β 系数取自于 CSMAR 数据库中公布的上市公司 beta 值

表 4.4 云南白药 2010-2019 年权益资本成本率计算

	无风险收益率 (%)	β 系数	市场风险溢价 (%)	权益资本成本率 (%)
2010 年	2.33	0.52059	10.60	7.85
2011 年	3.29	0.47452	9.50	7.80
2012 年	3.23	0.62493	7.90	8.17
2013 年	3.00	0.48884	7.80	6.81
2014 年	2.96	0.64791	7.30	7.69
2015 年	2.10	0.70011	6.90	6.93
2016 年	1.50	0.6991	6.70	6.18
2017 年	1.50	0.64709	6.90	5.96
2018 年	1.50	0.64827	6.5892	5.77
2019 年	1.50	0.83460	6.10	6.59

资料来源：国泰安（CSMAR）数据库

第二步：计算债务资本成本率。文章选用央行公布的一年期贷款利率、选用央行公布的用五年期贷款利率分别作为短期借款利率与长期借款利率，据此债务资本成本计算如下：

表 4.5 云南白药 2010-2019 年债务资本成本率计算

	短期借款比率	短期贷款利率	长期借款比率	长期贷款利率	应付债券比率	应付债券平均利率	债务资本成本
2010 年	59.93%	5.81%	40.06%	6.40%	0%	-	6.05%
2011 年	59.93%	6.56%	40.06%	7.05%	0%	-	6.76%
2012 年	59.93%	6.00%	40.06%	6.55%	0%	-	6.22%
2013 年	59.93%	6.00%	40.06%	6.55%	0%	-	6.22%
2014 年	2.17%	5.60%	0.07%	6.15%	97.16%	1.06%	1.16%
2015 年	2.17%	4.90%	0.07%	4.35%	97.16%	5.10%	5.06%
2016 年	0%	4.90%	0.89%	4.35%	99.11%	3.63%	3.64%
2017 年	0%	4.90%	0.14%	4.35%	99.86%	4.02%	4.02%
2018 年	0%	4.90%	0.14%	4.35%	99.86%*	4.02%*	4.02%
2019 年	0%	4.90%	0.12%	4.35%	99.88%	5.98%	5.98%

资料来源：对财务数据的计算

注：2018 年应付债券被转入一年内到期的非流动负债

由表 4.5 可以看出，云南白药 2010-2013 年债务主要是短期借款，2014-2019 年主要债务是应付债券，同时可以看到，2014-2019 年的债务资本成本率明显低于 2010-2013 年。

第三步，已经得到权益资本成本率和债务资本成本率，只需要计算出股权资本占比与债务资本占比，就可以得到加权平均资本成本率了。在计算资本结构的时候要计算出总资本，其中的信用贷款和在建工程不包括在总资本里面，另云南白药所得税税率为 25%。总资本的计算公式：资本总额=权益资本+研发费用（资本化）-在建工程+递延所得税负债增加-递延所得税资产增加+当期计提的准备金-营业外损益+付息债务。依此得到表 4.6 总资本、表 4.7 的加权平均资本成本率：

表 4.6 云南白药 2010-2019 年总资本的计算（单位：万元）

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
权益资本	441456.9	555528.2	702729.7	902879	1129512
+: 研发费用资本化	0	0	0	0	0
-: 在建工程	77925.27	29823.13	22151.29	26250.79	15006.92
+ 递延所得税负债增加	0	0	0	0	0
-: 递延所得税资产增加	1541.34	-7.5	1065.58	5158.86	-1048.05

续表 4.6 云南白药 2010-2019 年总资本的计算 (单位: 万元)

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
+: 当期增加的各项准备 (税后)	487.64	-590.76	1898.3	12563.03	-10385.4
-: 营业外损益 (税后)	-251.89	2568.45	1954.96	4678.53	6023.97
+: 付息债务	1668.49	1668.49	1668.49	1668.49	92251.2
资本总额	364398.3	524221.8	681124.6	881022.4	1191395

续表 4.6 云南白药 2010-2019 年总资本的计算 (单位: 万元)

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
权益资本	1352781	1584353	1814292	1992249	3809991
+: 研发费用资本化	0	0	0	0	0
-: 在建工程	21560.71	13738.08	14480.73	61051.31	97029.02
+ 递延所得税负债增加	0	57.06	0	819.45	6041.67
-: 递延所得税资产增加	760.67	7014.04	2973.84	1720.77	-25471.5
+: 当期增加的各项准备 (税后)	1396.29	-61.77	4862.62	-73287.8	-15073.4
-: 营业外损益 (税后)	3532.04	5825.68	84.3	-437.3	-1259.21
+: 付息债务	92326.08	181137.9	179968	180158.1	961817.9
资本总额	1420649	1738908	1981584	2037604	4692479

资料来源: 对财务数据的整理

表 4.7 云南白药 2010-2019 年加权平均资本成本率计算

	权益资本占比	债务资本占比	加权平均资本成本率
2010 年	99.54%	0.46%	7.84%
2011 年	99.68%	0.32%	7.80%
2012 年	99.76%	0.24%	8.17%
2013 年	99.81%	0.19%	6.81%
2014 年	92.26%	7.74%	7.18%
2015 年	93.50%	6.50%	6.81%
2016 年	89.58%	10.42%	5.92%
2017 年	90.92%	9.08%	5.78%
2018 年	91.16%	8.84%	5.62%
2019 年	79.50%	20.50%	6.46%

从表 4.7 看出, 2019 年权益资本占比为 79.5%, 为十年中最低, 而债务资本占比基本在 10% 以下, 最低 0.19%, 结合对筹资结构剖析, 云南白药资本结构很不平衡, 严重向权益资本倾斜。

第四步, 得到经济增加值。

表 4.8 云南白药 2010-2019 年经济增加值 (单位: 百万元)

	NOPAT	WACC	EVA
2010 年	1338.99	285.69	1053.30
2011 年	1689.73	408.89	1280.84
2012 年	2021.44	556.48	1464.96
2013 年	2745.02	599.98	2145.04
2014 年	2980.65	855.42	2125.23
2015 年	3337.81	967.46	2370.35
2016 年	3603.02	1029.43	2573.59
2017 年	3936.01	1145.36	2790.65
2018 年	3653.18	1145.13	2508.05
2019 年	4983.35	3031.34	1952.01

4.3 云南白药财务战略横轴分析

4.3.1 可持续增长率

文章利用修正的可持续增长率模型计算, 因其更适合上市公司的动态发展, 而且云南白药 2010-2019 年都进行了现金股利的分配活动, 所以修正后的可持续增长模型更加适用于案例企业。经第三章整理, 可持续增长率的计算公式在第二章已经介绍了, $SGR = \frac{A1 \times T1 \times (1 + f)}{A0 \times T0 \times (1 - A1 \times T1 \times P \times R)} - 1$; 另外销售增长率采用营业收入这个指标计算, 销售增长率=(本年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入。

表 4.9 云南白药可持续增长率的计算

	A0	T0	A1	T1	P	R	f	SGR
2010 年	1.31	1.65	1.48	1.73	9.19%	92.48%	0	51.40%
2011 年	1.48	1.73	1.35	1.64	10.7%	90.80%	0	12.62%
2012 年	1.35	1.64	1.39	1.52	11.46%	80.26%	0	18.45%
2013 年	1.39	1.52	1.34	1.43	14.68%	77.58%	0	16.01%
2014 年	1.34	1.43	1.29	1.45	13.27%	79.25%	0	21.52%
2015 年	1.29	1.45	1.16	1.43	13.29%	77.44%	0	6.94%
2016 年	1.16	1.43	1.02	1.55	13.08%	71.43%	0	11.83%
2017 年	1.02	1.55	0.93	1.53	12.88%	50.33%	0	-0.85%
2018 年	0.93	1.53	0.66	1.35	9.19%	27.01%	0	-35.97%
2019 年	0.66	1.35	0.57	1.30	10.7%	8.54%	64.19%	37.48%

在表 4.9 中,对计算可持续增长率的每一个指标都具体列示,现在对每一个指标都做以简单的描述:①总资产周转率(A):文章选取的是总资产周转率,这个指标值是个正向指标,用以表现企业整体的经营效率,从 A1 的值看云南白药营运能力逐年衰退,在 2017 年突破了 1,在 2019 年为近 2010-2019 年的最低值,为 0.57,那么总资产周转天数为 632 天,也就是说总资产从投入到有所回报需要 632 天,这说明云南白药需要在改善营运能力方面下功夫;②权益乘数(T):即资产除以所有者权益,这个指标还能反映财务杠杆的大小,数值越小说明企业偿债能力较强,从 T1 数值看来,云南白药权益乘数整体上呈现下降趋势,而且一直在 2 以下,说明云南白药权益资本占比较高;③销售净利率(P):数值越大,企业盈利能力越强。2010 年至 2019 年,云南白药盈利能力先升后降;④企业的留存收益比率(R):这个指标反映企业将获得的利润留存多少在企业里,从表 4.9 可以看出留存收益率大幅下降,从最高 92.48%,下降至最低为 8.54%,这种两极化的现象比较少见。

4.3.2 可持续增长能力

表 4.10 云南白药可持续增长能力计算

	SGR	销售增长率	可持续增长能力
2010 年	51.40%	40.49%	-10.91%
2011 年	12.62%	12.28%	-0.34%
2012 年	18.45%	20.99%	2.54%
2013 年	16.01%	14.47%	-1.54%
2014 年	21.52%	18.97%	-2.55%
2015 年	6.94%	10.33%	3.39%
2016 年	11.83%	8.06%	-3.77%
2017 年	-0.85%	8.50%	9.35%
2018 年	-35.97%	9.84%	45.81%
2019 年	37.48%	9.80%	-27.68%

表 4.10 计算的企业的可持续增长能力,波动比较明显,而且在 2018 年与 2019 年出现了大反转,2011-2016 年,销售增长率与可持续增长率的差距很小,基本在 5%以内。

4.4 生命周期与财务战略匹配性分析

经第三章测定出云南白药 2010-2019 年处于企业生命周期的成熟期，在本章通过对云南白药财务战略矩阵观察云南白药 2010-2019 年的财务战略现状与其所处的生命周期阶段是否匹配。

4.4.1 生命周期耦合性财务战略矩阵分析

根据耦合财务战略矩阵模型，从已绘制好的财务战略矩阵图得到耦合财务战略矩阵，如图 4.2 所示。

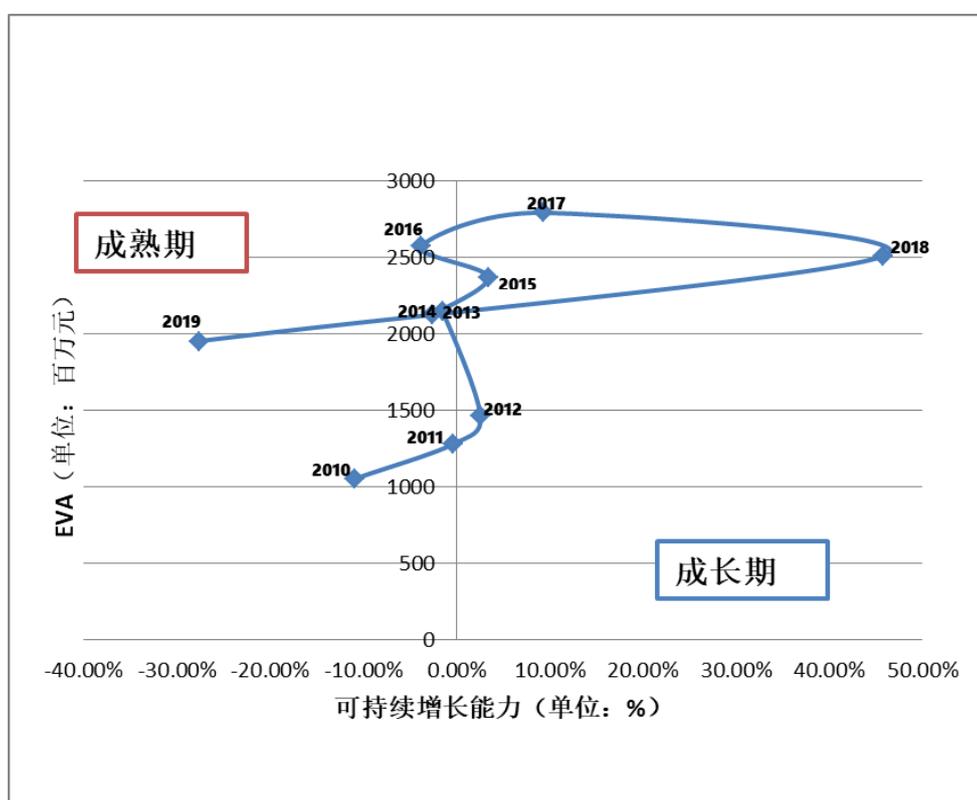


图 4.2 云南白药耦合性财务战略矩阵图

从上图看到比较积极的现象，云南白药 2010-2019 年的点落在第一、二象限，那么根据耦合性财务战略矩阵模型，第一象限的点与成长期耦合，第二象限的点与成熟期耦合。

4.4.2 云南白药所处生命周期的财务战略分析

成熟期企业筹资战略应该适当增加负债，利用财务杠杆进行资本结构的优化；投资方面需要注意战略的推进与动态调整，不能盲目扩张，盲目多元化，这会白白消耗掉企业积累的财富，另外在进行扩张的同时应该注意财务风险，保护企业的核心竞争力不被破坏；在分配收益时适当增加一些力度，既可以给投资者增加信心，也可以平衡企业的资本结构。一般来说成熟期企业应该具备如下财务战略特征：

表 4.11 成熟期企业的财务战略特征

总体财务战略比较稳健	如果没有大量资金，则不应盲目扩张或者进行多元化战略
经营风险与财务风险较稳定	企业度过了成长期，步入成熟期，获得了一定的竞争力，占有了一定的市场份额，企业的经营风险与财务风险度过了波荡期，表现比较稳定
增加债务融资	成熟期的企业不像成长期的企业，缺乏财务资源支持其发展，企业在成熟期资源比较充足，经营实现的财富与潜在投资者都能很快为企业补充资源
以高现金股利分配	成熟期的企业经营活动能带来充足的现金流，而且利润状况比较可观
现金流状况：资金充足	成熟期企业经营状况良好，现金流充足
企业成长能力：成长能力减弱	成熟期企业没有成长期企业成长的快，所以成熟期企业要实施多元化战略以寻求突破

那么云南白药 2012 年、2015 年、2017 年和 2018 年成长能力与价值创造能力形成的点落在成长期，结合第三章的阐述，这四年的资产负债率在 30%附近，甚至在 2018 年，最主要的负债是递延所得税负债与递延收益，而且成长期的企业应该以债务资本为主，而云南白药恰恰相反，2010-2019 年都是权益资本占比较高；另外 2012 年、2015 年、2017 年和 2018 年都进行了股利分配活动，而且都是现金股利分配的形式，可见云南白药这几年并没有偿债压力，也没有财务压力，这种状态非常不符合成长期的特点。

再反观落在财务战略矩阵第二象限的点，2010 年、2011 年、2013 年、2014 年和 2016 年都比较靠近纵轴，成长能力较为科学，但是 2019 年却是这十年里，

与纵轴偏离最远的一次。2019 年，企业完成并购，实现整体上市，企业的价值创造能力却下滑厉害，股利支付比例竟然超过了 90%，这不符合常理。

整体上来看，云南白药近十年财务战略波动明显，与当下的生命周期阶段不完全相符，而且价值创造能力从 2017 年有下滑趋势，云南白药的权益资本占比较高，股利支付力度较大，那么这些举动是否合理，云南白药的财务战略又存在什么问题呢，在文章第五章将进行分析。

5 云南白药财务战略存在的问题

5.1 云南白药总体财务战略与所处生命周期匹配性较差

从财务战略矩阵图上看，云南白药 2010-2019 年都有创造一定的价值，创造价值的能力从 2017 年往后出现下滑，可持续发展能力于 2019 年出现较大的反转，与纵轴相去甚远；耦合性财务战略矩阵图反映出的两个维度与云南白药生命周期测定的结果也不相符，那么下面我们将从云南白药的筹资战略、投资战略与股利分配战略结合财务战略矩阵的两个维度上涉及的相关指标对云南白药财务战略存在的问题进行剖析。

5.2 云南白药筹资战略存在的问题

在第三章就了解到，云南白药选择了比较稳健的筹资战略，自有资金较多。文章从资本结构出发，然后看看权益性筹资与债务性筹资的情况，云南白药对财务战略的选择形成了一定的结果，这个结果就是相应的财务指标，透过财务指标来反观云南白药对财务战略的选择。

首先，文章选用两个指标挖掘 2010-2019 年云南白药的筹资战略存在哪些问题。

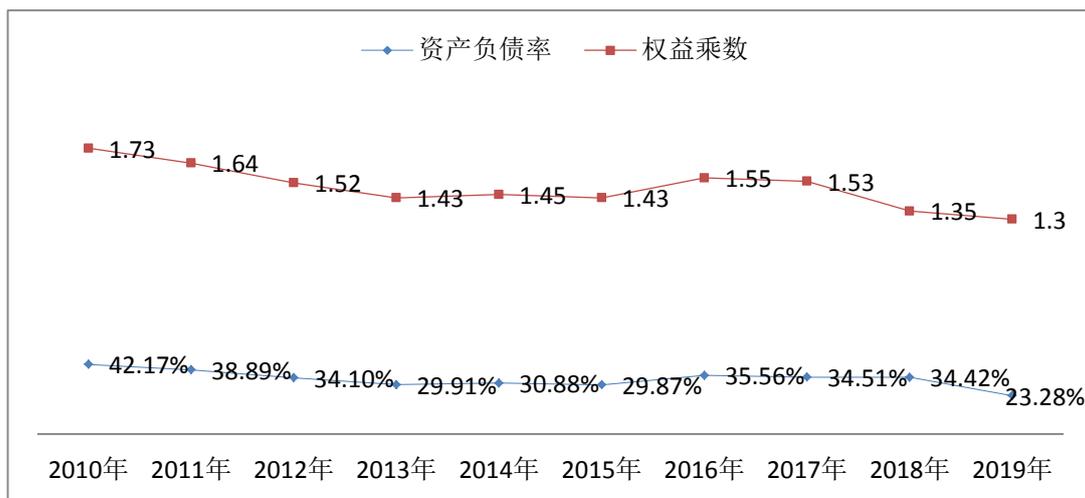


图 5.1 云南白药资产负债率与权益乘数曲折线图

从图 5.1 可以看出：云南白药近十年来资产负债率最大值为 42.17%，这个数值越小说明企业的债务资本占比越低，2010-2019 年云南白药资产负债率的趋势是下降的。同时，权益乘数也一路下降，最低为 2019 年的 1.3，权益乘数越低，表明企业权益资本占比越来越高，这两个 2010-2019 年的趋势同时说明云南白药权益资本比例逐年走高，债务资本占比下降。接下来是权益资本情况：

表 5.1 云南白药 2010-2019 年发行新股的比例

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
发行新股的比例	0	0	0	0	0	0	0	0	0	64.19%

资料来源：云南白药财务报告

云南白药通过经营形成的自有财富，将其中的部分留存在企业内部供其经营使用，其余的对股东分配。

2010-2018 年企业没有发行新股，2019 年企业通过发行新股进行吸收合并，而且以每股三元的高现金股利分配给股东，就在这些举动之后，2019 年的资产负债率与权益乘数依旧有所下降。另外从图 5.2 可以看出，权益资本成本率明显高于债务资本成本率，测算的权益资本成本只是一个应该有的数值，实际上云南白药在 2019 年以高现金股利分配给股东造成权益资本的实际成本远远高于 6.59%。在这种情况下企业应该利用良好的财务信用和较低的偿债压力进行债务融资更可取。

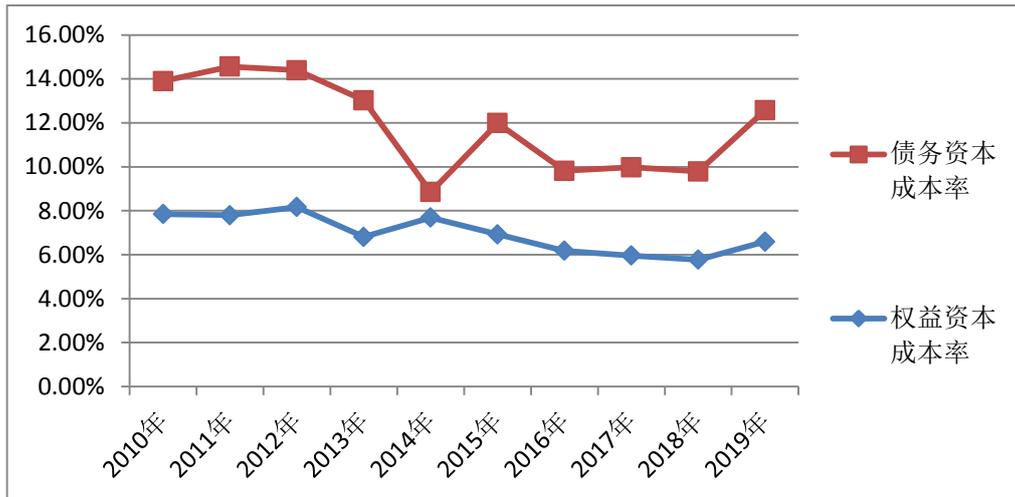


图 5.2 云南白药 2010-2019 年权益资本成本率与债务资本成本率折线图

云南白药的负债主要是依赖商业信用形成的负债，2010-2019 年财务报表都是这种现状，2010-2013 年云南白药的主要付息债务是少量的短期借款与长期借款，2014 年企业开始发行债券进行融资，2014 年以后主要的付息债务是应付债券，且应付债券的筹资成本低于从银行借贷同样一笔贷款所付出的利息。通过以上分析，可以看出云南白药付息债务成本其实很低，这个时候的债务资本成本率也相对较低，企业应该增加财务杠杆，优化资源配置。

5.3 云南白药投资战略存在的问题

云南白药近年来坚持内外同时扩展的发展思路，“新白药-大健康”战略也在逐步推进，其核心竞争力依旧在于传统中药，近几年推出的茶产品、卫生用品、酒产品都是传统中医药产品的衍生产品，依赖于云南的地域特色以及云南白药自古未变的健康理念，云南白药现在的产品群有药品及医疗器械、原生药材及养生系列、大健康产品系列、茶产品系列构成，从整体布局上来看，云南白药的大健康战略，通俗来说就是多元化战略是有依据和有粘性的。但是从战略矩阵与生命周期的角度来看，云南白药的可持续发展状况不是非常乐观。

首先，对云南白药的内部投资加以分析：

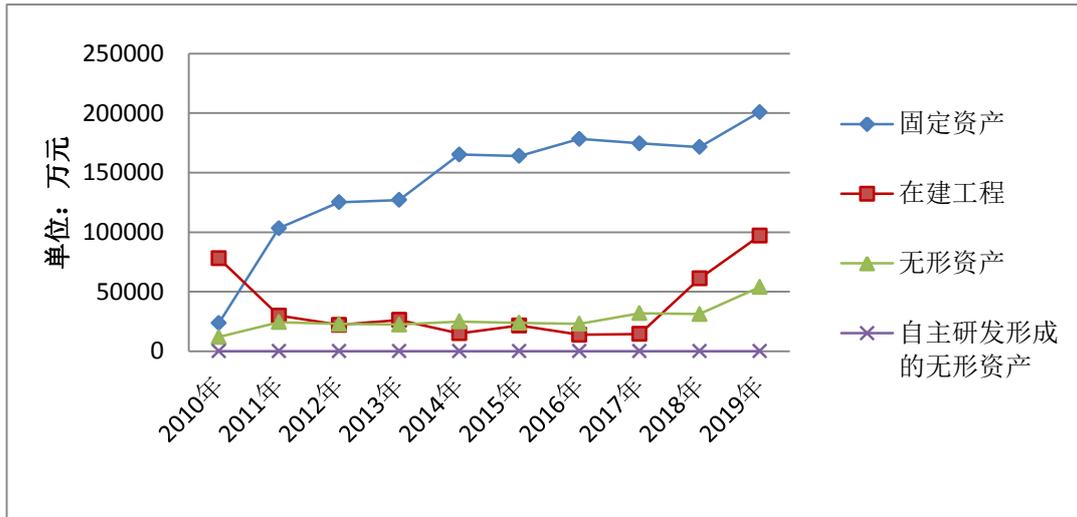


图 5.3 云南白药内部投资折线图

从上图可以看出云南白药内部投资的结构，固定资产 2010-2019 年呈现出明显的上升趋势，在建工程有所波动，2019 年达到峰值，将来会以固定资产的状态出现在云南白药的财报中，如果企业没有剥离冗余的固定资产，文章预测固定资产还会继续增加。而无形资产增长缓慢。因为云南白药是资金密集型企业，文章将自主研发形成的无形资产加以分析，发现近十年自主研发的无形资产为 0，那么云南白药的无形资产主要依赖于外购和之前的成果，云南白药无形资产的占比也相对较低，增长的速度明显低于固定资产，云南白药要重视无形资产的研发，打造更具价值的核心竞争力，延长企业的成熟期期限。

其次，是对外投资的分析。从第三章表 3.6 看出，云南白药的外部投资主要有长期股权投资与金融产品的投资，2014 年以前，主要侧重于长期股权的投资，2014 年以后主要侧重于金融产品的投资，但是投资不够多元，依旧比较集中，这就会导致企业的投资风险比较集中，固定成本越高，那么经营风险自然越高。观察企业的总资产周转率，如图 5.4 所示，发现云南白药的经营效率逐年下滑，这与云南白药不断扩大生产规模有关，固定资产创造价值的能力有限，企业不能再盲目的扩大规模。

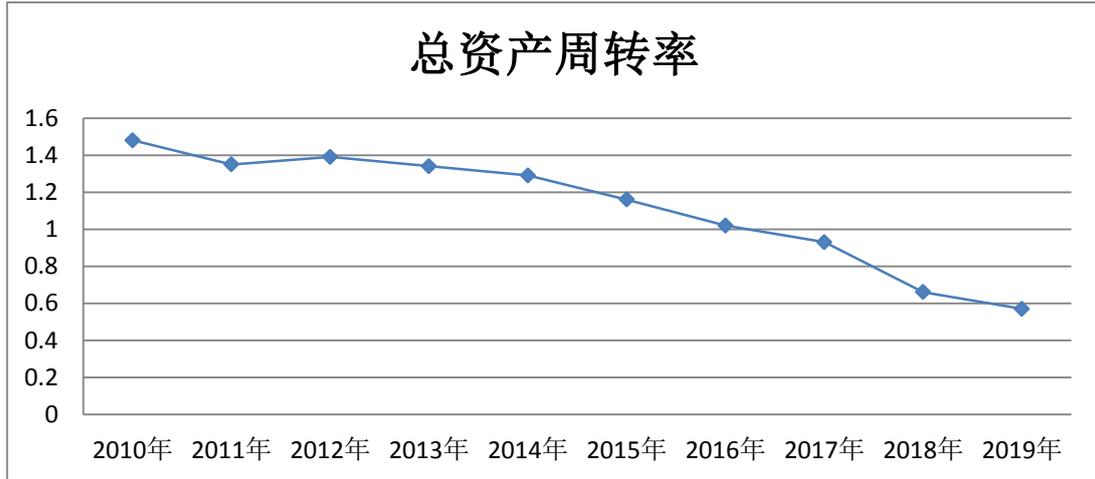


图 5.4 云南白药 2010-2019 年总资产周转率

5.4 云南白药股利分配战略存在的问题

第三章在介绍云南白药股利分配战略的现状中，可以发现 2010-2019 年，每年都进行现金股利分配而且股利支付率也逐年攀升。云南白药在 2019 年发行了新股，且 2019 年的股利支付率达到了 91.46%，再结合云南白药 2010-2019 年的资本结构，在本来就权益资本占比较高的情况下，云南白药还发行股票进行吸收合并，又以高股利支付率进行股利分配，这不仅使得权益资本占比继续增高，也会使得权益资本成本也随之升高。

另外，云南白药虽然处于成熟期企业，应该以高股利进行支付，但是云南白药现金支付股利的情况占多数，只在 2014 年进行了股票股利的发放；超高的股利支付率确实会给资本市场释放积极的信号，但是要综合考虑企业的成长性、发展性等进行股利分配；持续增长的股利政策后期如果难以保持，会给企业造成不好的影响。

6 云南白药财务战略的优化建议

从耦合性财务战略矩阵来看，云南白药的财务战略矩阵与当前所处的生命周期不符，继财务战略矩阵分析，依据云南白药财务战略存在的问题文章拟提出以下几点建议。

6.1 总体上云南白药应该制定与生命周期相匹配的财务战略

云南白药处于成熟期，各方面优势明显，有丰富的天然药材，还有传统苗药的百年积淀，有一定的技术优势，也有一定的财富积累。但是成熟期的企业成长较慢，企业一旦投资不慎，就会很快进入衰退期，所以合适的财务战略将引导将钱花在刀刃上，不断寻找新的增值点，企业应该重视可持续发展，加强战略管理与决策部署。

6.2 优化资本结构，降低总资本成本

所谓资本结构，资本成本，就是希望企业在寻求发展的同时兼顾企业的投入成本，这个动态的复杂过程要注意以下两点：首先，云南白药筹资状况显示云南白药的权益资本占比越来越高，股利支付率也越来越高，那么权益资本成本势必高于债务资本成本，这就会导致企业的总资本成本越来越高；其次从云南白药的资本结构来看，负债以短期负债为主，且付息债务占比较低，因为云南白药的负债主要依赖商业信用，占用债权人的资金。因此云南白药偿债压力非常小，同时债务资本成本率低于权益资本成本率，因此云南白药应该考虑使用杠杆，补充债务资本，缩减资金使用成本。从云南白药的愿景规划中看出云南白药继续推进其多元化战略；近几年，云南白药也在研发它的供应链协同平台；云南白药的无形资产研发力度不够，所以云南白药可以将增加的债务资本用于这几个方面。

云南白药有良好的讨价还价的能力、可靠的商业信用、以及云南政府的支持与保护，可以考虑适当增加债务融资。但是云南白药要做好风险预防和风险管理，保证其可持续发展稳步前进。

6.3 优化投资结构，改善经营状况

云南白药的大健康战略的核心是依赖传统中药技术与百年苗药的积淀，这个发展方向不会使得云南白药的核心竞争力被分散或忽视，这种多元化战略值得其他医药类企业借鉴。但是云南白药财务报表反映出来的投资状况是：企业内部投资增长速度较快，而外部投资力度不够，这也许不是云南白药有意为之，由于企业不断吸收合并，企业的投资管理存在偏差，资源整合不到位带来经营效率逐年下滑。这说明企业总资产利用效率存在一定问题，没有有效转化为企业财富。另外企业从 2010-2019 年无形资产的投资力度每年都有所增加，从第三章投资战略的选择可以看出这一点，企业也逐渐重视到无形资产的研发，但是成果并不是很显著。

值得强调的是，云南白药多元化战略对于白药系列的粘性较强。综上，企业应该整合企业的内部资源，注重无形资产的研发，挣脱多元化粘性，挖掘新的价值创造点，激发企业的活力和创造力，提升经营效率。成熟期企业的可持续发展能力非常重要。技术密集型企业应将研发作为企业发展的发力点对待。

6.4 合理分配经营成果，注重企业的可持续发展

当前，云南白药增加股利分配力度以巩固投资者信心是无可厚非的。但是从财务战略矩阵可以看出，2012、2015、2017、2018 年的落在一象限，说明企业还是需要资金的，所以云南白药持续以现金方式进行股利分配，会给企业的发展增加一些压力，尤其 2019 年发行新股之后又以超高的股利支付率进行分配。而且，云南白药采取持续增长的股利政策，后期如果难以保持，会影响投资者的信心，不利于企业可持续发展。其实企业除了以现金方式分配股利，还可以利用股票股利激励投资者，与此同时企业应该尽可能的披露投资项目，让投资者理解企业是因为有更好的投资而需要留存资金，巩固投资者信心，弥补股票股利带给资本市场的消极影响。企业需要注意的是，过高的现金股利会使得企业的财务压力增加，过高的股票股利会使投资者出现消极情绪，企业争取又能巩固投资者的信心，又能将资源配置在能为企业创造价值的地方。

7 研究结论与启示

7.1 研究结论

文章选择云南白药作为案例公司，在考虑了云南白药的内外环境之后，对云南白药的生命周期加以界定，借助财务战略评价体系计算出经济增加值与可持续增长能力，将两者绘制在财务战略矩阵中，发现云南白药的财务战略与当下所处的生命周期不是非常匹配，接着梳理了云南白药筹资、投资以及分配战略的问题，试图找到问题的症结。文章通过研究得到以下一些结论：

首先，运用财务战略评价体系检验出云南白药的财务战略与其成熟期不相吻合，借助财务战略评价体系绘制的矩阵图时用到的指标，对云南白药财务战略从总体到每一个分战略进行剖析，发现云南白药财务战略存在的问题。说明文章运用财务战略矩阵评价云南白药的财务战略是有效的。

其次，通过耦合性财务战略研究发现，云南白药在财务战略矩阵中的发展轨迹暴露了云南白药现行财务战略存在的一些问题，其价值创造能力从 2017 年开始下滑，2018 年与 2019 年的可持续增长能力出现了戏剧性的变化。云南白药的资本结构不平衡显而易见，财务杠杆利用不充分也很明显，云南白药在权益资本过高的情况下发行新股且以超高的股利支付率进行股利分配存在不合理之处；另外还发现云南白药对无形资产的投资还有所欠缺，营运效率也逐渐下滑。

最后，通过对云南白药现状的观察，对财务战略的研究，文章提出优化建议：总体而言，企业应该调整其财务战略与其生命周期相匹配。具体而言，就企业现行的资本状况来看，企业亟待改善其资本结构，补充债务资本或者回购部分股权，使得企业的价值最大化；企业还应该重视技术研发，强化固定资产管理，内外部投资相结合，降低企业的经营风险；另外企业应该进行合理的利润分配活动，股票股利与现金股利相结合，超高的股利支付率会给企业制造负担。

7.2 启示

选用云南白药这一具有代表性的医药企业作为研究对象，基于生命周期视角，分析其财务战略，在文章最后给出相应的优化建议。但是提出的相关建议只是针对文章选用的案例企业。

对于云南白药成熟期财务战略研究还不够深入，获取数据的途径有限，缺少云南白药对财务战略布局的一手资料，以及 2020 年后云南白药完成并购以后对资源的整合情况不甚了解，所以以后对于财务战略的研究会在这方面多下点功夫。

在论文写作过程中还注意到，与企业发展阶段相匹配的财务战略有助于企业降低经营风险，但是其详细的影响机制和路径是如何，文章撰写为了切合选题，在正文中没有展开这一部分。

最后，财务战略理论已经相对成熟，但是诸多小中型企业在经营过程中往往忽视这一理论的应用所带来的价值与能够规避的风险。

参考文献

- [1]Ansoff H I, Declerck R P, Hayes R L.From Strategic Planning to Strategic Management[M]. Physica-Verlag HD,1990
- [2]Clarke R G. Strategic financial management[M]. Irwin Professional Publishing,1988
- [3]David Allen, An Introduction to Strategic Financial Management[M]. London:KoganPage Limited,1997
- [4]DeAngelo,H.,L.De Angelo.and R.M.Stulz..2006.“Dividend Policy and the Earned //Contributed Capital Mix:A Test of the Life—cycle Theory.”Journal of Financial Economics 81(2) : 227—254
- [5]Denis,D.J. , and I. Osobov. 2008.“Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. ”Journal of Financial Economics 89(1) :62—82
- [6]Foreman,Berry Analyst forecasting errors and implications for securityanalysis[J].Financial Analysts Journal, 2005, 51(3): 30-41
- [7]Gabriel Hawawini,Claude Viallet. 经理人员财务管理: 创造价值的过程[M].王全喜等译.背景:机械工业出版社,2000:286-302
- [8]Higgins R C.Analysis for Finacial Management [J].New York:Irwin McGraw-Hill,1998(8): 23-40
- [9]J.VH.Wet,Jager.An Appropriate Financial Perspective For a Balanced Score-card[J].Southern African Business Review,2007,11(2);98-113
- [10]Keith Ward.Corporate Financial Strategy[M].Butterworth:Heinemann, 2002:39-52
- [11]Paul Stoneham. The Financial Strategic Management of Corporate Value[J].European Management Journal, 2002, (8): 6-10
- [12]Stanley F S, Thomas J Z , The Structure of Financial Strategy: Patterns in Financial Decision Making[J], Managerial and Decision Economics,1996:253-266
- [13]Walter J E. Financial strategies for managers : techniques for success[M]. Wiley, 1990

- [14]Wokukwu,K.C.,2000,“Life Cycle Capital Structure:Some Empirical Evidence”,DBA dissertation, Nova Southeastern University
- [15]Young D.EVA and Value Based Management [J].Mc Graw,2001(02): 197-207
- [16] 陈容, 干胜道. 权衡理论与优序融资理论的比较研究 [J]. 商业研究, 2008, (5):37-39
- [17] 郭复初. 论财务学科建设与发展——兼论建设世界一流财务学科的构想 [J]. 财务研究, 2017, (06):3-15
- [18] 郭伍常. 中小企业财务战略选择分析 [J]. 企业活力, 2004(07):64-65
- [19] 国创锋, 王宇欣. 基于生命周期的财务战略研究 [J]. 西部金融, 2018, (09):95-97
- [20] 韩啸, 陈昌. 公司财务战略研究 [J]. 合作经济与科技, 2019, (19):172-173
- [21] 郝洪, 杨令飞. 国资委经济增加值 (EVA) 考核指标解读 [J]. 国际石油经济, 2010, 18(4):26-29
- [22] 胡臣瑶, 李诗, 贺杰. 基于财务战略矩阵的财务战略选择——以海信、TCL 家电公司为例 [J]. 时代金融, 2019, (24):86-87
- [23] 姜清文. 基于企业生命周期视角的上市公司股利政策研究 [D]. 西南财经大学, 2012
- [24] 孔宁宁. 基于企业生命周期的财务战略选择 [J]. 财会通讯, 2004, (22):40-42.
- [25] 李红亮, 蒋璘. 基于财务战略矩阵的长江港口企业经营绩效分析 [J]. 港口经济, 2017, 02:42-46
- [26] 李蕾红, 朱莎莎. 企业财务战略制定新思路——基于生命周期嵌入式财务战略矩阵的分析 [J]. 财会通讯, 2013, (5):63-65
- [27] 李兴尧. 财务战略管理研究文献综述 [J]. 中国管理信息化, 2011, 14(05):14-15
- [28] 李艳玲. 评价管理者业绩的新指标——市场增加值和经济增加值 [J]. 财税与会计, 2000, (2):20-21
- [29] 李业. 企业生命周期的修正模型及思考 [J]. 南方经济, 2000, (02):47-50
- [30] 陆正飞. 企业发展的财务战略 [M]. 大连: 东北财经大学出版社, 1999

- [31] 罗福凯. 论周期性因素在财务战略中的作用[J]. 财会通讯, 2004, (18):28-29+33
- [32] 吕鸥, 高建来. 可持续增长率模型在财务中的比较分析与应用[J]. 现代经济信息, 2012, (1):100-101
- [33] 牛晓生. 成熟期企业主要财务特征与企业的财务战略分析[J]. 中国外资, 2013, (02):67
- [34] 彭纯军, 王惠芬. 经济增加值(EVA)—价值管理(VBM)的驱动力量[J]. 科技进步与对策, 2004, 21(8):72-73
- [35] 任百祥. 试析企业战略和财务战略的适配[J]. 北方经贸, 2012, (6):81-82
- [36] 上海国家会计学院. 《财务战略》[M]. 经济科学出版社, 2011
- [37] 宋晶. 基于价值链的公司财务战略研究[J]. 商业会计, 2015, (18):53-54
- [38] 隋宇. 基于企业核心竞争力的财务战略选择[D]. 江西财经大学, 2010
- [39] 孙娟. “产品生命周期-财务战略”模型的改进及其系统视角[J]. 财会通讯, 2007, (2):33-34
- [40] 孙伟, 熊若楠. 基于 EVA 的污水处理企业财务战略探讨[J]. 会计之友, 2016, (7):31-33
- [41] 孙学军. 论企业财务战略管理[J]. 财会通讯, 2001, (11):10-14
- [42] 汤炳亮. 《企业财务分析》[M]. 首都经济贸易大学出版社, 2010
- [43] 汤谷良, 杜菲. 试论企业增长盈利风险三维平衡战略管理[J]. 会计研究, 2004, (11):31-37
- [44] 万敏. 基于经济周期与产业周期的企业财务战略适应性研究[J]. 财会通讯, 2014, (21):92-94
- [45] 汪平. 资本预算决策与企业价值关系研究[J]. 税务纵横, 2002, (3):48-50
- [46] 王科籍. 基于财务战略三维矩阵模型的苏宁云商财务战略评价[J]. 科技创业月刊, 2016, 06:48-51
- [47] 王满, 于悦. 财务战略管理学科体系的构建[J]. 会计研究, 2008, (1):33-38
- [48] 王全喜. MVA 财务战略矩阵在财务管理中的应用[J]. 现代财经—天津财经大学学报, 2001, 10:57-60

- [49]王薇薇, 汤谷良. 万科企业财务战略十年轨迹与启示[J]. 财务与会计(理财版), 2010, (8):21-24
- [50]吴欢. 浅析 MM 理论[J]. 商品与质量, 2010, (7):48
- [51]吴利英. 企业成熟期的财务战略分析[J]. 财经界(学术版), 2008, (10):65-66
- [52]吴中春. 企业动态财务规划系统研究[J]. 会计研究, 2009, (04):31-37+96
- [53]肖涵. 企业不同生命周期的财务战略选择[J]. 经营与管理, 2016, (07):72-73
- [54]肖俊杰. 成熟期企业财务战略的调整研究——以苏宁易购收购万达百货为例[J]. 北京印刷学院学报, 2019, 27(06):36-38+49
- [55]谢国珍. 基于可持续发展的企业财务战略制定与实施[J]. 会计之友, 2006(7s):83-85
- [56]谢连华. 企业成熟期的财务战略分析[J]. 内蒙古统计, 2006, (06):41-42.
- [57]徐玉高. 浅谈企业财务战略与业务战略协同性与相对独立性[J]. 财会通讯, 2013, (23):62-64
- [58]许日. 上市公司股利分配政策理论研究综述[J]. 财会研究, 2010, (1):56-58
- [59]阎达五, 陆正飞. 论财务战略的相对独立性——兼论财务战略及财务战略管理的基本特征[J]. 会计研究, 2000, (09):2-6
- [60]姚吉. 财务战略管理的中心:企业核心能力的识别[J]. 上海会计, 2003, (07):28-29
- [61]姚文韵. 财务战略矩阵与生命周期的耦合研究[J]. 税务经济, 2006, (5):53-56
- [62]张晓玫, 马文睿. 生命周期、企业所有权与投资 - 现金流敏感性——来自非上市中小微企业的实证研究[J]. 投资研究, 2014, 33(12):110-125
- [63]张延波. 企业集团财务战略与财务政策[M]. 经济管理出版社, 2002
- [64]赵鹏程. 从财务战略矩阵看民营企业发展战略选择[J]. 会计之友, 2013, 25:71-73
- [65]钟毓新. 财务战略矩阵在联创电子企业的应用分析[J]. 环渤海经济瞭望, 2020, (02):162-164

后 记

转眼回望 2018 年 9 月 2 日刚入校的情景，陌生的学校，陌生的教室，与本科匆匆而别后又踏入新的校园，对研究生生活怀揣着饱满的热情和期待。这三年上过的课，参加过比赛的同学和室友，还有每个周六雷打不动去辅导室交流学习等等，一切的生活都让人格外珍惜，也倍感留念。时光虽匆匆，但岁月可回首。

带着迷茫和求知欲踏进校园，从一个不知所措的新生到今天撰写完毕业论文，是我的导师牺牲自己的休息时间，在每个周末带着我们学习，不断夯实基础，不断提升我们的理论素养。在导师的帮助下不仅找到了学习的方向和方法，也学习了很多新的知识，我要诚挚的对导师道一声感谢。另外我想感谢在校期间的每一位任课老师，是你们的辛苦讲授，让我的专业水平有所提升，撰写论文更加顺畅。

最后感谢父母的教育之恩，让我成为一个积极向上、不畏困难、向阳而生的人。