

分类号 F23/1151
U D C

密级
编号 10741



硕士学位论文
(专业学位)

论文题目 晨鸣纸业归核化战略实施的绩效研究

研究生姓名: 张穗穗

指导教师姓名、职称: 王春国 副教授

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: 2024年6月1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：张德德 签字日期：2024.6.1
导师签名：王博 签字日期：2024.6.1
导师(校外)签名：王博 签字日期：2024.6.1

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内容。

学位论文作者签名：张德德 签字日期：2024.6.1
导师签名：王博 签字日期：2024.6.1
导师(校外)签名：王博 签字日期：2024.6.1

Research on the Performance of Refocusing Strategy in Chenming Paper

Candidate : Zhang Suisui

Supervisor: Wang Chunguo Wang Bo

摘要

在新媒体浪潮的席卷之下，传统阅读方式正面临着前所未有的冲击。与此同时，智能制造技术的迅猛发展也在对传统造纸产业发起深刻的变革。这不仅改变了人们的阅读习惯和信息获取方式，也对造纸产业的生产模式、市场格局以及未来发展路径产生了深远的影响。为了谋求更高的利润增长并掌握应对风险挑战的主动权，各造纸企业开始广泛涉足非相关行业领域。而当前，我国经济已步入高质量发展新阶段，盲目追求高增长只会加剧风险，导致经济失衡，不利于企业长远发展。在此背景下，大量企业开始进行战略变革，不少多元化经营的企业选择回归核心业务，剥离非核心或绩效较差的资产，归核化战略转型成为了推动企业高质量发展的重要途径。本文以晨鸣纸业为例，深入剖析其实施归核化战略的动因、路径及绩效影响，旨在为同行企业提供借鉴与启示。

通过对归核化战略的动因、路径及实施绩效相关的国内外研究文献进行回顾，发现由于企业所在行业、所处发展阶段以及战略执行程度等情况不同，学者们对企业归核化战略实施绩效的评价结果存在分歧。有鉴于此，本文以晨鸣纸业为研究对象，基于核心竞争力等理论，先对其归核化战略实施的来龙去脉进行阐述；再基于上文中的理论分析阐述晨鸣纸业归核化战略对企业绩效的具体影响机理；最后本文利用事件研究法分析晨鸣纸业归核化战略实施后取得的短期绩效，同时结合财务绩效与市场开拓、科技含量、社会贡献等非财务绩效指标，建立归核化绩效评价体系，利用熵权-TOPSIS法评估其长期绩效。通过深入研究，最终得出了归核化战略对企业绩效产生的影响与优化建议。

通过研究，本文发现：（1）晨鸣纸业实施归核化战略旨在化解过度多元化所带来的经营风险，进一步巩固并强化其主业的核心竞争力，以此提振投资者的信心，为企业注入新的活力；（2）晨鸣纸业通过陆续剥离非核心业务，集中优势资源发展造纸主业，成功实施了归核化战略。并且归核化战略通过改善企业财务状况、提升运营效率以及增强核心竞争力等路径有效推动企业绩效提升；（3）从短期绩效来看，晨鸣纸业剥离融资租赁业务收到了市场的正面反馈，而由于信息披露不充分导致剥离采矿业务收到了市场的负面反馈；（4）从长期绩效来看，

得益于一直以来的“浆纸一体化”产业布局，企业归核化后的综合绩效表现得到快速提升，财务绩效与非财务绩效都有一定程度增长。但是，随着时间的推移与融资租赁业务压缩速度放缓，归核化综合绩效出现先升后降趋势，表现不及预期。因此，本文针对晨鸣纸业归核化绩效表现持续发力不足的问题提出如下建议：（1）找准企业竞争优势；（2）加强财务风险管理；（3）重视归核化前的信息披露工作；（4）加强技术水平和环保治理能力。本文得出的结论，不仅为晨鸣纸业在后续归核化战略实施中提供了有益的参考，同时也为其他有意向采用归核化战略转型的造纸企业提供了一定的借鉴与启示。

关键词：归核化战略 企业绩效 绩效评价

Abstract

Under the influence of new media, traditional reading habits are undergoing significant shifts. Simultaneously, the rapid evolution of intelligent manufacturing is revolutionizing the paper industry, altering production methods, market structures, and future growth paths. Seeking higher profits and risk management, papermaking companies have ventured into unrelated industries. However, as China's economy transitions to high-quality development, pursuing unchecked growth risks economic imbalances and hinders long-term sustainability. In response, numerous enterprises are undergoing strategic shifts, returning to their core businesses and disposing of non-core or underperforming assets. Refocusing strategic transformation is crucial for high-quality enterprise development. Using Chenming Paper as a case study, this paper examines the motivations, approach, and performance impact of its refocusing strategy, offering insights for peer companies.

Based on a review of domestic and international literature on the motivation, path, and performance of refocusing strategies, scholars' evaluations vary due to industry differences, development stages, and strategy implementation levels. Therefore, this paper focuses on Chenming Paper Industry, using the theory of core competitiveness to

explain the genesis and evolution of its refocusing strategy. It then delves into the mechanism of how this strategy impacts enterprise performance. Employing the event study method, this paper analyzes Chenming's short-term performance post-refocusing. Additionally, a comprehensive performance evaluation system is established, incorporating financial metrics with non-financial indicators such as market development, technological content, and social contribution. The entropy-TOPSIS method assesses long-term performance. Our in-depth analysis reveals the profound impact of refocusing strategies on enterprise performance, leading to optimization suggestions.

This paper discovers that: (1)Chenming Paper's refocusing strategy aims to mitigate operational risks from over-diversification, strengthening its core business' competitiveness, boosting investor confidence, and revitalizing the enterprise. (2)Chenming paper successfully implemented refocusing strategy by divesting non-core businesses and focusing resources on its core papermaking industry, effectively enhancing financial status, operational efficiency, and core competitiveness. (3)Short-term performance analysis shows positive market feedback for the divestiture of its financial leasing business, but negative feedback for its mining business due to insufficient disclosure. (4)Long-term performance indicates rapid improvement post-refocusing, with both financial and non-financial indicators increasing. However, with time and

slower compression of financial leasing business, performance initially rose but later declined, falling short of expectations. To address Chenming Paper's refocusing performance challenges, this paper offers the following suggestions: (1)Identify the enterprise's competitive edge; (2)Enhance financial risk management; (3)Ensure transparent information disclosure prior to refocusing; (4)Strengthen technological advancements and environmental management capabilities. In conclusion, this paper serves as a valuable reference for Chenming Paper in implementing its refocusing strategy and provides guidance for other paper and paper products enterprises considering a similar approach.

Keywords: Refocusing strategy; Enterprise performance; Performance evaluation

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 研究意义 | 2 |
| 1.2 文献综述 | 3 |
| 1.2.1 归核化战略实施动因研究 | 3 |
| 1.2.2 归核化战略实施路径研究 | 4 |
| 1.2.3 归核化战略实施绩效研究 | 6 |
| 1.2.4 文献述评 | 8 |
| 1.3 研究内容与方法 | 9 |
| 1.3.1 研究内容 | 9 |
| 1.3.2 研究方法 | 9 |
| 1.3.3 技术路线 | 10 |
| 2 相关概念与理论基础 | 12 |
| 2.1 相关概念界定 | 12 |
| 2.1.1 归核化战略 | 12 |
| 2.1.2 战略性资产剥离 | 13 |
| 2.1.3 企业绩效 | 14 |
| 2.2 理论基础 | 15 |
| 2.2.1 融资理论 | 15 |
| 2.2.2 核心竞争力理论 | 15 |
| 2.2.3 资源基础理论 | 16 |
| 2.2.4 信号传递理论 | 16 |
| 3 案例介绍 | 18 |
| 3.1 晨鸣纸业公司概况 | 18 |

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 3.1.1 行业背景 | 18 |
| 3.1.2 公司简介 | 19 |
| 3.1.3 公司战略经营演变 | 20 |
| 3.2 晨鸣纸业归核化战略实施动因 | 22 |
| 3.2.1 化解过度多元化经营风险 | 22 |
| 3.2.2 强化主业核心竞争力 | 25 |
| 3.2.3 提振投资者信心 | 28 |
| 3.3 晨鸣纸业归核化战略实施路径选择 | 30 |
| 3.3.1 陆续剥离非核心副业 | 30 |
| 3.3.2 集中资源发展造纸主业 | 31 |
| 4 晨鸣纸业归核化战略实施对绩效影响机理分析 | 31 |
| 4.1 对财务状况的影响机理分析 | 35 |
| 4.1.1 着手资产剥离，获取现金流量 | 35 |
| 4.1.2 压缩借款规模，降低利息费用 | 35 |
| 4.2 对运营效率的影响机理分析 | 37 |
| 4.2.1 提升管理水平，加速资产周转 | 37 |
| 4.2.2 发挥协同效应，降低管理费用 | 38 |
| 4.3 对核心竞争力的影响机理分析 | 39 |
| 4.3.1 推进项目建设，实现产销增长 | 39 |
| 4.3.2 加大研发力度，增加创新产出 | 40 |
| 4.3.3 释放利好信号，提升公司价值 | 41 |
| 5 晨鸣纸业归核化战略实施绩效评价 | 44 |
| 5.1 基于事件研究法的短期绩效评价 | 44 |
| 5.1.1 确定事件日和窗口期 | 44 |
| 5.1.2 计算预期收益率 | 45 |
| 5.1.3 计算超额收益率和累计超额收益率 | 47 |
| 5.1.4 计算结果评价 | 49 |
| 5.2 基于熵权-TOPSIS 法的长期绩效评价 | 51 |
| 5.2.1 绩效指标处理方法 | 51 |

| | |
|-----------------------------|-----------|
| 5.2.2 构建综合绩效评价体系 | 52 |
| 5.2.3 长期绩效纵向评价过程及结果分析 | 56 |
| 5.2.4 长期绩效横向评价过程及结果分析 | 65 |
| 6 结论及建议 | 71 |
| 6.1 研究结论 | 71 |
| 6.2 相关建议 | 72 |
| 6.2.1 找准企业竞争优势 | 72 |
| 6.2.2 加强财务风险管理 | 73 |
| 6.2.3 重视归核化前的信息披露工作 | 73 |
| 6.2.4 加强技术水平和环保治理能力 | 74 |
| 6.3 研究不足 | 75 |
| 参考文献 | 76 |
| 后记 | 82 |

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

随着科技更新与经济全球化的步伐不断加快，产品迭代速度愈发迅猛，许多新品刚问世便遭到市场的淘汰，迫使企业采取多元化生产策略以分散风险。企业规模的持续扩张，必然带来经营范围的转变，从单一产品向多元化发展。因此，当企业成长到一定阶段时，多元化战略往往成为其发展的重要战略选择。有的企业在原有行业推出新品，有的则跨界经营（张建红，2009）。尽管多元化旨在开辟新利润点、分散风险、缓解竞争压力并发挥协同效应，但过度快速的扩张也带来诸多问题。核心业务模糊、市场地位削弱、旗下公司表现不一、非相关多元化占用资源、主业受阻、多元化业务盈利空间有限等，均成为阻碍企业稳健发展的难题（Muhad等，2017；Katchova，2005；徐高彦和王晶，2020；苏昕和刘昊龙，2017；傅贤治，2001）。从巨人集团在房地产和生物工程领域遭遇的挫败，到近年来恒大、海航在多元化发展中面临的困境，这些事件都促使企业不得不重新审视业务转型的方向与策略，寻找新的出路。

作为市场主体，企业在国民经济发展中扮演重要角色。二十大报告强调将经济发展着力点放在实体经济上，更加坚定了企业聚焦主业、创新发展的信心。我国经济已步入高质量发展阶段，经济发展速度放缓，质量效益显著提升。在新经济发展格局下，归核化战略为企业实现高质量发展提供了新思路。归核化战略是指企业将自身的业务重心聚焦于那些最具竞争力的优势领域，通过剥离非核心业务和不良资产，使资源得以集中投入于核心业务之中，从而构建并强化竞争优势。众多企业已成功实践此战略，如人福医药、新华都和中粮糖业等，均是通过集中优势资源，聚焦核心主业，最终推动企业绩效增长。然而，并非所有实施归核化战略的企业都能提升绩效，特别是当归核化主要用于补充现金流偿还债务时，产品核心竞争力未必得到突破。因此，在新经济背景下，归核化战略提升企业绩效的条件与机制仍待深入研究。

作为制浆与造纸领域的佼佼者，晨鸣纸业曾积极探索多元化战略，自2012

年起涉足采矿、金融与房地产等领域。然而，这些跨界的尝试对其经营业绩与管理资源带来了不小的冲击。鉴于此，晨鸣纸业于2019年启动了“瘦身健体”计划，专注核心业务，启动归核化战略。本文将文献研究法与案例分析法相结合，对晨鸣纸业归核化战略的动因、实施路径、对绩效的作用机理以及归核化的绩效表现进行深入探究。旨在通过这一研究，为那些同样陷入多元化经营困境、正寻求归核化之路的企业提供启迪。

1.1.2 研究意义

本文致力于剖析晨鸣纸业在经济转型的浪潮中，面对竞争优势保持期缩减及经济环境日新月异之际，如何通过战略调整，实现华丽转身，展现企业应对变革的智慧与决心。详细来说，本文聚焦晨鸣纸业的归核化战略，结合企业内部状况和造纸行业的整体环境，深入剖析归核化战略的动因、实施路径、对绩效的作用机理以及归核化的绩效表现。同时，对归核化战略实施过程中显现出来的问题进行分析，提出切实可行的改进建议，助力企业绩效持续提升，让其在激烈的市场竞争中脱颖而出。本研究不仅有助于企业全面客观评价核心主业聚焦与非核心副业剥离等系列决策，还具有重要的理论价值和实践指导意义。

(1) 理论意义

首先，目前归核化战略的研究多侧重于实证研究，而案例分析有关研究相对较少。与实证研究相比，本文使用案例分析更能详细且针对性地揭示特定企业的具体情况。其次，本研究不仅弥补了以往研究多聚焦于传统多元化与归核化模式对企业绩效影响的局限，还深入探讨了新经济与商业环境下战略转换的问题，系统梳理了归核化战略的实施背景、影响机理及需考虑的因素，从而增强了对企业归核化战略实施的系统性认识。最后，本文在评估企业归核化战略实施绩效时，构建了一个更为全面的绩效评价体系，超越了传统的财务指标分析，更能全面、准确地评价企业归核化绩效。

(2) 实践意义

根据Wind相关数据，截止2019年，国有企业中非相关多元化企业占比逾半，民营企业也超过三分之一，这反映出企业过度多元化的倾向。在宏观经济放缓的背景下，众多多元化企业面临困境，甚至失败。归核化战略作为企业摆脱多元化

困境的有益尝试，本文对晨鸣纸业归核化战略实施过程及结果进行研究，有助于案例企业自身甚至其他同行业企业对本次归核化战略转型的过程与结果形成客观认知，产生启迪。

1.2 文献综述

1.2.1 归核化战略实施动因研究

归核化战略的实施动因是多元化的，涉及外部环境和企业内部层面。企业应根据自身实际情况和发展需求，综合考虑这些因素，制定合适的归核化战略。

(1) 外部环境因素

宏观环境因素在归核化战略的实施中起到了关键作用。具体来看，随着产业的蓬勃发展与市场的不断拓宽，外部环境愈发纷繁复杂。企业为了生存和发展，在外部市场环境变化的驱使下，归核化成为产业成长期企业的优选战略（花俊国，2012；刘鑫，2004）。

经济趋势和全球竞争态势的演变，市场化发展程度加深，促使非相关多元化公司逐渐缩小业务范围，转而专注于核心业务（Michelle 等，2003；孙戈兵和胡培，2013）。尤其是对于大型跨国公司来说，市场环境的变化，特别是科技进步和消费者需求的多样化，将加剧市场竞争的激烈程度，归核化战略成为大型跨国公司在激烈市场竞争中寻求突破与成长的关键策略（蒲明，2007）。

企业所处行业和产业生命周期阶段也将直接影响归核化战略的选择和实施（骆希亚，2021；蒋智毅和矫桂兰，2006）。不稳定的行业环境和稀缺的市场资源增加了不确定性，进而促使企业更倾向于实施归核化战略以应对潜在风险（骆希亚，2021；崔世娟等，2009）。比如，正是因为产业效率低和竞争激烈等行业固有特征，归核化战略成为煤炭企业转型升级的有效途径（王亚男等，2021）。

(2) 公司内部因素

企业内部因素在决定实施归核化战略时起到了决定性作用。具体来看，企业过度多元化经营往往将有限资源分散至多项业务，主业难以拥有充足资源，可能导致资源配置效率低、专业能力下降以及市场竞争力趋弱等问题，尤其因以往多元化战略的实施引起企业绩效表现下降时，企业更倾向于推动归核化战略转型来

有效规避经营风险（崔世娟等，2010）。

多元化发展的失衡现象是企业倾向于选择归核化战略的关键考量因素。过度多元化的企业往往经营效率较低，这促使它们通过归核化来降低多元化水平，提升经营效率（Michelle，2003）。研究显示，企业在适度多元化的状态下能够实现最佳收益，一旦超出这一平衡点，边际收益将不再等于边际成本，此时企业往往需要采取归核化策略来恢复平衡（王桂男，2018；崔世娟等，2010）。此外，当企业涉足多个竞争力较弱的业务领域时，这种业务组合的失衡也会推动企业选择归核化战略，以优化资源配置和提升竞争力（杨继福，2010）。

优化资源配置是企业实施归核化战略的另一个重要考量。每个企业都拥有有限的资源，如何高效利用这些资源成为企业成功的关键。Wernerfelt（1984）指出，企业应将有限的资源集中投入最具优势的核心业务，以提升资源配置效率。过度多元化可能导致企业主营业务资源不足，进而影响其持续发展。当企业业绩与预期存在较大差距时，为应对资源约束，企业可能会选择剥离非核心业务，将资源重新配置到核心业务上（郭蓉等，2021）。这种资源重新配置的过程有助于消除多元化的负面协同效应，提升企业经营效率，并增强其核心竞争力（Kuusela等，2017；Tirole等，1995；Weston等，1990）。因此，企业归核化的内在驱动力之一便是优化资源配置，以应对资源有限性和管理挑战，确保企业收益与成本之间的有效平衡（汤谷良，2008；王兴琼，2005）。

1.2.2 归核化战略实施路径研究

归核化战略的实施路径包括收缩战略、扩张战略以及收缩与扩张战略三类（侯军岐等，2017；贺亮才，2007）。这些战略路径各具特色，共同构成了企业归核化转型的完整框架。企业应根据实际需求，更加灵活地选择归核化路径。

（1）收缩战略在归核化中的应用

收缩战略是归核化战略中常用的实施路径，包括缩小规模和缩小范围（魏光兴，2004）。缩小规模指的是企业通过裁撤部门、裁退员工，优化组织结构。缩小范围则指企业直接退出非相关多元化行业领域，缩小业务范围。在实施归核化时，企业主要通过撤销、出售、分拆、并购以及剥离等手段来缩小规模和范围（席思国，2002；魏光兴和彭贇，2004）。当企业资源有限时，它们倾向于采取资源

释放型战略，例如剥离非核心资产，以确保核心业务的正常运作和持续发展，而且撤资非核心业务对于提升企业市场影响力具有重要意义（Johnson, 1992; Kuusela 等, 2017; 郭蓉等, 2021）。

（2）扩张战略在归核化中的应用

伴随归核化的纵深研究，扩张战略的重要性愈发凸显。学者们普遍认为，归核化的实现途径应当是收缩与扩张的有机结合。具体而言，通过出售、置换以及分股等手段剥离非核心业务，使企业能够更加专注于核心业务的发展；同时，利用兼并、收购和整合等方式，进一步扩大核心业务的规模和影响力。这一过程不仅有助于优化企业的资源配置，更能提升企业的核心竞争力，推动企业实现高质量发展（Germain, 2001; 冯灿仪 2008、2010; 罗良忠和贾志永, 2003）。

此外，学者们亦从产品、渠道及价值链等企业核心能力维度，深入剖析了企业归核化战略转型中的核心扩张战略。企业的核心竞争力，作为保障其持续稳健经营的关键所在，需要在市场经营的实践中不断孕育与加强。这一过程不仅体现了企业战略的深度与广度，更彰显了其对于市场变化与竞争态势的敏锐洞察与精准应对（赖志杰等, 2017; 梁文潮和占保朝, 2008）。在实施归核化战略时，明确企业的核心竞争力并围绕其确定核心业务至关重要。通过重新整合内部资源，消除多元化资源间的负协同效应，可以更合理地配置资源（彭睿等, 2020; 付彦, 2009）。申一飞（2018）以零售企业为例，指出归核化有助于改善因多元化导致的资源分散问题。同时，为了确保归核化战略的有效实施，企业需对组织结构和治理机构进行适应性调整，使其与战略方向相契合，确保企业内部的协调与高效运作，从而提升企业绩效水平（侯莉颖, 2012; 周杰, 2012）。

（3）收缩与扩张战略在归核化中的应用

经过深入的案例剖析，业务剥离、切离与分离被证实为战略收缩的有效方法，它们共同构成了企业瘦身健体、优化资源配置的重要途径。与此同时，资源扩张与业务扩张则构成了战略扩张的核心手段，旨在通过增强实力、拓展市场来实现企业的跨越式发展。这两种途径相结合既体现了企业战略管理的灵活性，又彰显了其内在的逻辑性和连贯性，共同推动企业实现更为精准和高效的战略转型（杨继福, 2010）。崔世娟（2013）进一步将归核化分为聚焦型和整合型，前者注重“点”的聚焦，后者则强调以“链”的方式提升核心竞争力。

1.2.3 归核化战略实施绩效研究

关于归核化战略与企业绩效之间的关系，学术界展开了深入的探讨，但至今仍未形成共识。这一议题吸引了不同阵营的学者，他们对此持有不同的见解。首先，大部分学者认为归核化战略对企业绩效具有积极影响，认为通过剥离竞争力较弱、盈利能力较低的非核心业务，企业能够降低多元化折价对企业价值的不良影响，进而有效提升企业绩效。这些学者强调，归核化战略有助于企业集中资源和精力在核心业务上，从而优化资源配置、提高经营效率、降低成本，并增强企业在市场上的竞争力。然而，也有学者持相反观点，他们认为归核化战略并非必然促进企业绩效的提升，甚至可能产生负面影响。这些学者指出，归核化过程中可能导致资源的损失和业务的破坏，进而影响到企业的盈利能力和市场地位。还有少部分学者发现，归核化战略与企业绩效之间不具有相关性。

(1) 归核化战略产生积极的绩效

关于归核化战略的积极效果，众多学者在研究中达成共识，他们认为在多元化经营绩效不佳的企业中实施归核化战略，企业绩效将明显得到提升。这种效果在特定环境下尤为显著，包括行业环境多变、业务多元化显著、经营规模较大、市场影响力较强以及管理层监管严格的企业（Michelle 等，2002；Markides, 1990；申一飞，2018；周茜等，2012；崔世娟等，2009）。然而，要确保归核化战略真正发挥其作用，企业需根据自身的战略目标制定并执行相应的经营策略（Markides, 1995）。值得注意的是，整合型归核化战略与聚焦型归核化战略在效果上存在差异，前者通常能带来更为显著的积极效果（崔世娟，2013）。Hoskisson 等（1992）的研究进一步揭示了归核化战略在推动企业研发能力方面的积极作用，而多元化战略则可能在这方面产生负面影响。肖海莲和巫岑（2016）的研究也强调了归核化战略与技术创新能力提升之间的相辅相成关系，这对于企业的长远发展至关重要。

通过实证研究，学者们对比分析了实施归核化战略与未实施归核化战略的企业，发现归核化资产剥离行为有助于改善企业的短期市场绩效，并带来短期超额收益。相较于未实施归核化的企业，实施归核化的企业市场价值增长幅度更为显著，这进一步证明了归核化战略在提升企业市场绩效方面的积极作用（Berger 和 Ofek, 1999；付彦等，2015；罗良忠等，2003）。有学者通过案例研究发现，

归核化战略转型有助于提升企业内部运营效率、节约成本以及拉高财务绩效，甚至在推动企业发展方面发挥了积极作用（张画眉，2019；侯莉颖等，2012）。胥朝阳等（2021）的研究进一步证实了归核化战略在改善企业财务绩效、规避风险以及增加外部投资者信心方面的积极作用。彭睿等（2020）从抗风险能力的视角出发，以国有企业为研究对象，验证了归核化战略的实施效果。结果显示，归核化后的企业在抵御风险方面能力得到了提升，对外投资也更加高效。这些研究共同表明，归核化战略不仅有助于提升企业绩效，还对企业的长远发展具有积极的推动作用。

（2）归核化战略产生消极的绩效

尽管归核化战略常被视作一种提升企业绩效的策略，但也有学者对其效果持怀疑态度，认为并非所有实施归核化战略的多元化企业都能实现绩效提升。资产剥离或许对企业盈利能力有所改善，但对企业绩效改善程度不大。尤其是在多元化战略合情合理的情况下，企业贸然转向归核化反而可能对企业整体绩效产生不利影响（Alen 和 Lummer，1995；Ravenscraft，1991）。Lee 等（2018）的实证研究也表明，归核化战略的实施并未给企业带来积极的市场反应，这进一步验证了归核化战略并非总是有效的。

不仅国外学者对此有所质疑，中国学者周杰和薛有志（2009）也通过实证研究发现，归核化战略对中国企业的积极效应并不理想，甚至可能导致股东价值的降低。这些研究共同表明，归核化战略并非普遍适用的解决方案，其效果取决于企业的具体情况和策略选择。因此，在考虑实施归核化战略时，企业应谨慎评估其适用性，确保战略与企业目标相符。

（3）归核化战略与绩效关系不显著

部分学者的研究显示，归核化战略与企业财务绩效之间并未展现出显著的相关性（Shleifer 和 Vishny，1991）。Gonul（2010）通过构建综合框架，深入研究多元化与归核化战略的实施动因，并着重探讨了归核化战略对企业价值的影响。然而，经过深入研究，发现归核化战略对企业价值的提升作用并不明显，这进一步印证了归核化战略并非在所有情况下都能带来积极效果。孙戈兵和胡培（2013）指出，归核化战略本身是中性的，企业价值创造或损害受企业内在特性、行业发展态势及外部经济环境等多重因素共同影响。因此，评估归核化战略效果需综合

考虑这些因素，而非简单地将归核化战略视为提升企业价值的唯一手段。

综上所述，归核化对企业绩效的影响是一个复杂问题，其结果可能受到多个因素的影响，如行业环境、市场竞争、企业规模和管理能力等。进一步的研究和分析有助于更全面地理解归核化战略对企业绩效的影响机制，并为企业制定有效的战略决策提供参考。

1.2.4 文献述评

国内外学者对归核化战略进行了多角度的深入研究，从其实施动因、路径到绩效影响等各个方面，取得了丰富的成果。然而，这一领域的研究依然存在一些争议和待深入的话题。

第一，虽然多数研究证实归核化战略积极提升企业绩效，但也有学者持有异议。现有研究主要关注归核化战略与企业绩效的实证关系，却鲜少深入剖析其影响绩效的内在机制，研究仍显不足。案例分析法作为一种有效的研究方法，能够更深入地探讨这一问题，从而弥补现有研究的不足。

第二，伴随着全球经济的深刻变革和市场竞争的加剧，企业面临着更加复杂多变的经营环境。归核化战略作为一种有效的资源配置和管理手段，对于提升企业的核心竞争力和实现可持续发展具有重要意义。然而，相较于经济高速发展阶段，国内对于经济新常态下归核化战略的研究仍显不足。这导致企业在实践中缺乏充分的理论指导，难以准确把握归核化战略的实施要点和效果评估。因此，本文从理论和实践双重视角出发，深入探讨归核化实施动因、实施路径及实施效果，为企业实践提供有力的学术支持。

第三，归核化作为企业的战略选择，如何客观全面地评价其实施效果至关重要。企业战略的实施不仅影响财务绩效，还会在非财务方面产生效果。因此，针对归核化战略对公司绩效的影响，需要构建一套有针对性的指标评价体系，以提高评价结果的准确性。本文将基于晨鸣纸业归核化的动因和具体实施途径，选择恰当的指标，并运用熵权法-TOPSIS 法对其归核化战略实施前后的绩效进行客观全面的评价。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文以晨鸣纸业为研究对象，以归核化战略为研究核心进行了单案例研究，章节设计与内容安排如下：

第一章：绪论。本章节阐释了本文的研究背景，借当前我国经济进入新发展阶段和政府鼓励企业发展主业引出本文研究对象、阐述研究目的及意义。接着本文将系统梳理和综述相关文献，以此为基础，明确研究的核心内容并确定合适的研究方法。

第二章：相关概念与理论基础。本章节通过阐释归核化战略，厘清归核化与多元化战略的联系、归核化与专业化战略的区别，深入了解资产剥离和企业绩效概念，从而对归核化战略和进行更深层次的解读。

第三章：案例介绍。本章节将理论与案例相结合，详述晨鸣纸业归核化战略实施。首先介绍晨鸣纸业概况，接着分析归核化战略动因，探讨其归核化选择路径，全面展示晨鸣纸业归核化战略全貌。

第四章：影响机理分析。本章节对归核化战略影响晨鸣纸业绩效的内在机理进行分析。主要从三方面展开，分别是对财务状况的影响机理、对运营效率的影响机理以及对企业核心竞争力的影响机理。

第五章：绩效评价。本章节关注晨鸣纸业归核化关键时点，对其归核化战略实施期间的绩效表现进行横纵向深入系统剖析，涵盖短期绩效和长期绩效、财务绩效与非财务绩效。

第六章：结论与建议。本章节对全文进行总结，主要针对晨鸣纸业归核化战略实施的绩效情况进行总结，针对不足之处，给出建议。最后说明研究存在的不足。

1.3.2 研究方法

本文采用的研究方法主要包括：

- (1) 文献研究法

文献研究法是一种基于现有文献资料的定性或定量研究方法,旨在系统地收集、整理、分析和解释与特定研究主题相关的学术资料。通过广泛查阅归核化战略领域的学术研究文献,本文对归核化战略的实施动因、路径选择及其绩效影响进行了系统性的梳理、深入的分析与全面的总结。这些工作为构建后续理论框架奠定了坚实的基础,有助于更全面地理解归核化战略的实践应用与潜在价值。

(2) 案例分析法

案例分析法是一种深入探究特定案例以揭示其内在规律、原理及经验教训的研究方法。它侧重于通过具体、生动的实例,来分析和解释某一现象、问题或策略的实际运作情况。本文以晨鸣纸业为例进行案例分析,在简单介绍企业基本情况后,研究其进行归核化战略的动因、路径以及绩效影响,归纳出晨鸣纸业归核化战略实施的启示与不足。

1.3.3 技术路线

技术路线图用于清晰地展示研究过程中所涉及的技术路径、关键步骤以及二者之间的逻辑关系。通过技术路线图对研究内容进行系统化整理,便于理解和评价研究工作。本文技术路线如图1.1所示:

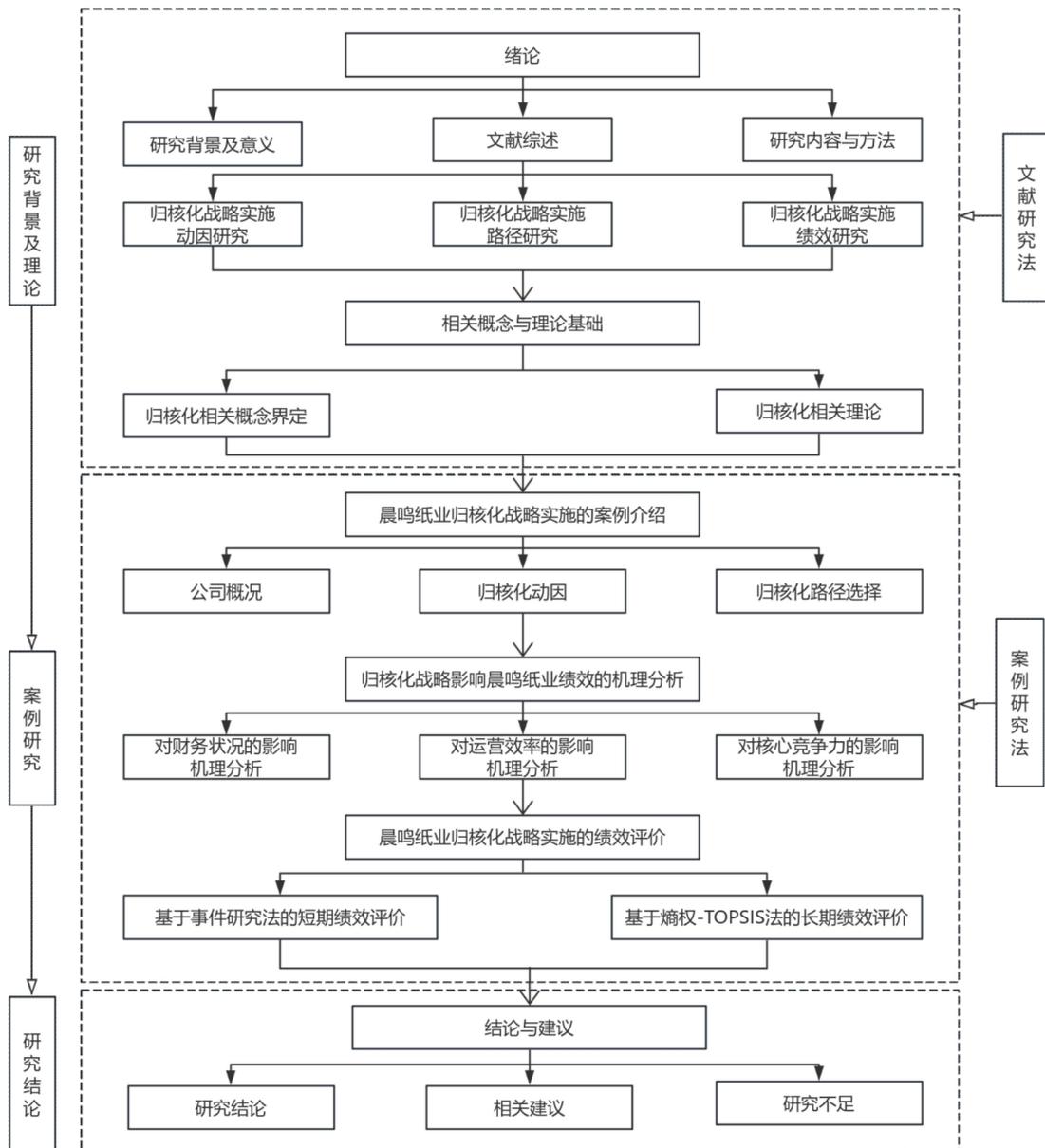


图1.1 技术路线图

2 相关概念与理论基础

2.1 相关概念界定

2.1.1 归核化战略

(1) 企业战略内涵

企业战略是指企业在产品市场的竞争模式与行业定位。其分类丰富，包括竞争、发展、品牌、融资及技术开发等战略。与生命周期相关的发展战略分类法指出，企业在不同发展阶段会采取不同战略。初创及成长期，企业常选择专业化战略，以集中资源建立竞争优势。随着实力增强和竞争优势确立，多元化战略成为新选择（苏敬勤等，2020；贾良定等，2005）。多元化旨在通过拓展行业领域实现成长，既涉及动态拓展也体现静态布局。动态视角中，多元化战略是企业针对特定内外环境，基于发展需求做出的灵活战略抉择，它意味着企业在保持主营业务稳定发展的同时，积极开拓新市场，涉足其他业务领域（Ansoff, 1957）。而从静态角度理解，多元化则更多地视为企业的一种经营状态，即企业同时经营多个相关或不相关的业务领域（Richard, 1974；李玲和赵瑜纲，1998）。相关多元化战略旨在通过发展与主营业务紧密相关的其他业务，来加强和发挥企业的核心竞争力，从而实现企业的持续发展。而非相关多元化涵盖与原有主营业务几乎无关联的新业务范畴，这些新业务间缺乏协同效应，各自独立发展。

(2) 归核化战略内涵

企业实施多元化战略遇负面协同效应时，将转向专注主业与核心资产运营，关注核心竞争力培养，以立足市场，提升企业价值（Markides, 1990；宋旭琴等，2007）。以20世纪70年代的美国为例，众多企业因多元化经营遭遇挫败后，选择重新将焦点放在主业上，主动减少多元化程度。Markides（1990）敏锐地捕捉到了这一趋势，并首次提出“归核化（Refocusing）”概念。明确指出，归核化是多元化企业战略调整的关键，旨在重新聚焦核心竞争力业务，撤离非核心业务，确保业务与核心能力紧密融合，实现资源向核心业务的高效集中。可以进一步细分为“扩张归核”和“收缩归核”两种类型（Zuckerman et al., 2000）。扩张归核是指企业在保持当前业务范围的前提下，利用兼并收购等方式促使企业经营规

模扩大；收缩归核是指企业为发挥核心业务优势，利用资产剥离等方式减少企业非核心资产。

从上述定义可以看出，归核化与多元化、专业化之间的关系密切而复杂。首先，归核化主要针对的是那些已经实施多元化战略的企业，对于那些专注于单一产品或服务的企业来说并不适用，因为它们本身就已经实现了资源的集中利用。其次，实施归核化后的企业，虽然仍然保持着多元化经营的特点，但业务之间的关联度却得到了显著提升，各项业务之间呈现出中度或高度相关的特点。这种转变使得企业能够更好地整合资源，提高运营效率。最后，虽然专业化和归核化都强调企业核心能力的培养，但二者之间存在明显的区别。专业化强调的是将全部资源集中投入到一个业务领域内，以实现对该领域的深度挖掘和竞争优势的建立。而归核化则不同，它并不是简单的资源集中，而是在保持适度多元化的基础上，选择与主业相关的领域进行扩张，从而增强企业的整体竞争力。综上所述，归核化既与多元化有着密切的联系，又与专业化存在显著的差异。它既不是对多元化的完全否定，也不是对专业化的简单模仿，而是一种根据企业自身情况和发展需求进行的战略调整和优化。

2.1.2 战略性资产剥离

战略视角下的资产剥离是相对于并购的资本运营方式，前者为收缩调整，后者为外延扩张。从资产重组角度看，资产剥离是企业审视管理能力后，剥离非核心资产以提升效率，并作为扩张后的回归核心主业的收缩策略（严复海和李焕生，2014；王正斌和洪安玲，2004）。回归核心主业其实是企业的战略调整行为。因此，资产剥离作为归核化战略的核心实施手段之一，剥离资产换取企业发展所需资金，达到降本增效、获取利润的目的（Charles，2016；彭睿等，2020）。

战略性资产剥离与战术型资产剥离两者之间有本质的差别。前者是企业处于亏损时，管理层未完成业绩而做出的决策。后者则是企业快要退市时，为“保壳”而忽视企业长远发展。在实施归核化战略时，企业应审慎选择亏损或非核心主业的资产进行剥离，这是基于企业长期发展的深思熟虑。资产剥离不仅是为了短期利益，更重要的是剥离后的资产整合，以实现企业长期效益的持续增长。

除此之外，资产剥离含义也有广义与狭义之分。广义上，资产剥离是一种涵

盖多种形式的资产重组行为，包括资产出售、分拆上市、企业分立及资产置换等四种主要方式，各自特点见下表2.1。狭义上，资产剥离特指资产出售这一种交易行为。在企业成长过程中，资产剥离应被视为一种理性的战略调整，而非仅作为经营不善的表征。

表 2.1 资产剥离方式特征比较

| 方式 | 资产出售 | 分拆上市 | 企业分立 | 资产置换 |
|---------|------|------|------|------------|
| 现金流 | 获得 | 可能获得 | 很难 | 可能获得 |
| 是否产生新实体 | 不产生 | 产生 | 产生 | 不产生 |
| 是否继续控制 | 不再控制 | 可以控制 | 不再控制 | 不再控制或控制能力强 |

资料来源：根据相关文献整理

2.1.3 企业绩效

从管理学的角度看，企业绩效是与企业目标相关的行为表现（Campbell等，1993）。围绕不同的研究目标，学者对企业绩效给出了不同的定义。一类观点认为企业绩效就是通过执行一定的措施而能够取得的可以完成企业战略目标的成果；另一类观点则认为企业绩效是以某种前提为条件，能看出来的企业为达到自身战略目标而做出的努力（Kane, 1996; Bernardin, 1992）。对归核化绩效进行研究时，主要是对由此带来的结果进行评价。

随着归核化研究的不断深入，各种研究方法层出不穷。目前主流的归核化绩效评价方法包括事件研究法、财务指标分析法以及非财务指标分析法。首先，学者们倾向于使用事件研究法来评价归核化战略实施的短期绩效，该方法主要是通过研究特定事件发生前后股票收益率的变化，评估股票价格变化与收益率的影响，进而检验该事件是否为上市公司带来了市场绩效。以往研究表明回归核心主业的资产剥离行为是企业归核化的重要实现途径，资产剥离会作用于企业的短期市场表现（Lang et al., 1995; 毛蕴诗和舒强, 2003）。其次，学者们使用财务指标分析法，基于会计盈利能力（例如，净资产收益率、总资产报酬率）衡量企业长期绩效水平。该方法相对比较简便，即对归核化企业公开财报进行数据收集、整理以及计算，从盈利能力、营运能力、偿债能力等角度出发，对比归核化战略实

施前后的绩效变动情况以此来对企业归核化绩效进行评价。最后，鉴于企业可能采用合理化手段美化财报，财务指标分析法可能存在偏差，而非财务指标通常更为客观可靠（Dowlatshahi, 2006；徐天舒，2020）。因此，在研究企业归核化绩效时，通常将财务指标与非财务指标相结合，通过二者的互补作用得出更合理的结论。

2.2 理论基础

2.2.1 融资理论

融资理论认为，融资理论主张，公司应基于当前实际状况，全面权衡融资方式的难易度、时效性和资金成本，以实现高效融资。资金短缺若处理不及时，公司可能面临运营中断和市场机遇丧失的风险。尽管融资方法多样，如银行借款、发行股票等，但成本高且审批复杂。因此，资产剥离成为急需资金改变运营现状的公司的重要筹资途径（Myers和Majluf, 1984；Lang, 1995）。其益处主要体现在两个方面。首先，通过剥离资产，企业能够迅速获取运营所需的资本，从而有效缓解资金压力。其次，剥离短期内难以盈利的亏损资产，有助于降低财务风险，增强财务稳健性。当前，资金链紧张的企业常选择资产剥离来满足融资需求。在现金短缺时，尽管筹资可能带来成本，但高负债和财务风险使传统融资方式受限。相比之下，资产剥离融资限制较少，能快速缓解财务压力，降低风险。

因此，企业采用资产剥离的方式不仅有助于解决短期的资金问题，更有利于企业的长期可持续发展。通过优化资产结构，企业能够更好地应对市场挑战，实现稳健经营。

2.2.2 核心竞争力理论

核心竞争力是企业保持长期竞争优势的关键所在。它代表了一个企业在特定领域内所具备的、能够持续创造并维持竞争优势的独特能力。这种能力源于企业组织资本和社会资本的有机结合，使研发、设计、制造等生产流程明显优于竞争对手且难以被模仿。核心竞争力不仅满足了客户的价值需求，而且为企业创造了持续的价值。它是企业独有的、具有延展性的特质，能够经受时间的考验，是其

他企业难以复制的技术或能力（Prahalad和Hamel，1990）。相较于竞争对手，具备核心竞争力的企业，能够高效且经济地开发出符合市场需求的产品和服务，从而在市场中脱颖而出（杨晓峰和杨晓荣，2003）。迈克尔·波特强调，产业结构对企业市场竞争优势至关重要。因此，企业在规划整体发展及成长战略时，需深入剖析行业市场环境，探究业务的长期盈利潜力和产业吸引力，从而精准把握核心竞争力。基于这些分析，企业应精准选择未来核心业务，制定相应发展战略，确保在激烈竞争中保持领先地位。

2.2.3 资源基础理论

资源基础理论指出，企业资源具有特异性、不可替代性和稀缺性特征。企业应以资源的独特性为基础，制定发展战略，并以资源评估为支撑，深挖资源潜力。企业资源分为同质性资源（例如，财务、人力）和异质性资源（例如，技能、知识），它们共同构成了企业战略制定与实施的基石（Barney 和 Grant，1991）。同质资源被过度分散时，会对企业的绩效造成负面影响。当企业过度多元化经营导致同质资源被过度分散时，若同质资源与异质资源的匹配度不足，将对企业的绩效产生不利的影响（Hil 等，1992）。因此，企业需整合同质资源，优化资源配置，确保稀缺的异质资源能更有效地服务于企业核心业务的发展，从而提升整体竞争力。若企业当前业务范围和体量所需的发展支撑超出多元化资源的承载能力，企业将采取归核化战略以优化资源配置（Aghion 和 Tirole，1995）。若归核化企业意图深化其核心业务，核心资源的培育与支持不可或缺。过度多元化易使企业资源失去重心，难以实现高效利用。

2.2.4 信号传递理论

信号传递理论，源于信息不对称的核心理念，逐渐在股票市场中占据重要地位。在这个市场中，信息的不均衡使得一部分群体拥有优势，掌握着大量资源，而广大投资者往往因信息匮乏而处于劣势。他们无法获得完整的信息，更多时候只能依赖管理层的信号来进行投资决策（Spence，1974）。考虑到信息对于市场交易者决策的重要性，若公开的信息未能真实反映公司的核心价值，那么信息劣势方在做出判断时将面临巨大的困难，极有可能导致公司股价失真。

因此，信号传递理论在解决信息不对称问题上扮演了关键角色，发挥着举足轻重的作用。在信息不对称市场上，高质量的公司通过信息披露引导优质资源注入；信息披露不积极的企业则向外界传递出自身发展受限的信号（蔡冬梅，2005）。具体而言，当企业多元化过度时，核心业务模糊，业绩可能下滑，投资者接收到负面信号后降低未来股利预期，股价随之下跌。然而，实施归核化战略进行资产剥离，企业可主动向信息劣势方传递聚焦主业、修正过度多元化的积极信号，提升投资者对未来股利预期，推动股价上涨，有效避免逆向选择带来的不利影响。

3 案例介绍

3.1 晨鸣纸业公司概况

3.1.1 行业背景

(1) 产业链基本情况

根据证监会行业分类，晨鸣纸业属于“造纸及纸制品业”行业，该行业作为我国基础原材料产业的关键一环，在国民经济中占据着举足轻重的地位。造纸及纸制品行业具有资本密集和资源依赖的特征，规模效应显著，污染程度较高。如下图3.1所示，造纸行业产业链可以概括为纸浆——造纸——纸制品应用，造纸处于中游制造行业。造纸上游是纸浆等原料，可以分为废浆、木浆和非木浆；下游是纸制品应用，包括包装行业和文化印刷等。

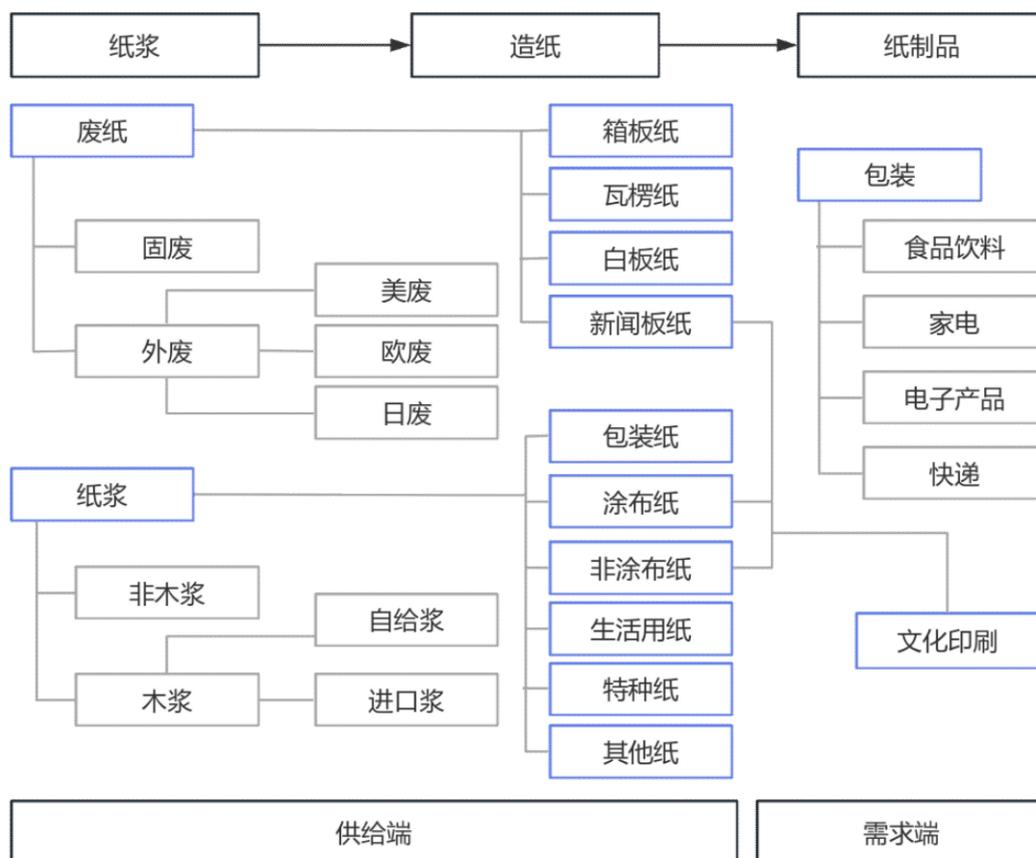


图3.1 造纸产业链全景图

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报、中国造纸协会数据整理绘制

（2）行业典型特点及发展趋势

作为国民经济中不可替代的一环，其发展具有明显的周期性，容易受到宏观经济的影响。其产能建设周期约为2年左右，需求受到节日、季节、学汛的影响，会形成常规性波动，具有典型的周期属性。2011年在金融危机爆发、行业周期下行的背景下，大中型企业间的竞争日益加剧，众多造纸企业为探寻新的盈利点，纷纷寻求多元化发展的道路。比如，华泰股份在保持造纸、化工两大核心产业的同时，还投入巨资涉足生物疫苗与生物医药领域，并积极拓展餐饮服务业和房地产开发等第三产业，以寻求更广泛的业务增长；青山纸业在主业保持行业领先地位的同时，积极推进产品结构和产业结构调整，通过投资精细化工、金融及光纤通信等高科技领域，并初步形成包装业、林业、精细化工三足鼎立；岳阳林纸除造纸和园林主业外，还拥有少量化工、污水处理、建筑安装、房地产等业务；安妮股份在主营商务信息用纸产品的销售业务外，还经营着互联网彩票业务，并且近年来开始涉足虚拟现实（VR）业务；晨鸣纸业致力于通过结构调整，推动企业实现转型升级的新跨越，积极拓展矿业、融资租赁有限公司、房地产等业务。然而，鉴于外部市场环境的不断变化加之对企业自身能力的盲目自信，部分企业在推行多元化战略后，并未如愿获得预期的经济回报，反而陷入了重重困境。这些困境使得企业的各项业务发展变得不均衡，经营风险陡增，对其长期稳健发展带来了严重的负面影响。为获得竞争优势，造纸行业企业纷纷转变原有经营理念、战略方针，专注主业，谋求高质量发展。

总体来看，我国造纸行业前景广阔。一方面，随着社会对环保意识的日益加强和我国政府政策的大力扶持，废纸进口标准逐渐提升，企业资质和质量审查等方面的约束日益严格。这使得生产效率低下、污染严重的落后企业逐渐被淘汰，进而促使行业集中度得到进一步提升。另一方面，“以纸代塑”成为未来包装发展的必然趋势，国家在塑料污染治理方面实施的相关政策则为造纸行业带来了新的增长空间和发展机会。

3.1.2 公司简介

山东晨鸣纸业集团股份有限公司（简称“晨鸣纸业”）的核心业务涵盖机制纸、板纸以及造纸原料的生产与销售。公司于2000年11月20日在深圳交易所主板

A股成功上市，股票代码为000488。晨鸣纸业最早经营的业务是造纸业务，2012年进入采矿业，紧接着2014年又开拓了融资租赁业务，2017年进一步拓展业务范围，涉猎房地产行业。2019年，晨鸣纸业制定了“转型升级战略”，致力于全面调整产业结构和优化区域布局。公司着重推动制浆、造纸和金融等核心产业的发展，力求打造协同高效的产业体系，展现出坚定回归主业的决心。

晨鸣纸业经过六十余载的创新发展，成功塑造了自身的品牌并培育出核心竞争力。公司坚持靠近市场的区域化生产布局，在山东、广东、湖北、江西、吉林等地建有多个生产基地，拥有湛江、黄冈、寿光3条制浆生产线，木浆产能达到430万吨。从“一棵树”到“一张纸”，晨鸣纸业构建了“浆纸一体化”全产业链，逐步形成了以纸养林、以林促纸、林纸结合的产业格局。

3.1.3 公司战略经营演变

回顾晨鸣纸业65年的发展历程，公司经历了多次战略转型，实现了跨越式发展。如下图3.2所示，晨鸣纸业的经营战略可分为专业化战略、多元化战略和归核化战略三个阶段。

自1993年创立起，晨鸣纸业便坚持专业化经营，始终致力于造纸主业的深耕细作。通过持续扩大企业规模，晨鸣纸业渐渐开始在行业中崭露头角，最终稳稳占据领先地位，成为造纸行业的佼佼者。特别是其生产的低定量涂布纸，凭借卓越品质赢得了广泛认可，成为中国纸张走向世界的重要代表。此外，晨鸣纸业还根据市场需求开发出一系列受欢迎的产品，如字典纸、电话号码薄纸和亚光铜版纸等，进一步巩固了市场地位。

2012年至2018年晨鸣纸业处于多元化战略阶段。面对金融危机的冲击和造纸行业日益激烈的竞争，晨鸣纸业决定跨界发展，寻求新的增长点。在这一阶段，晨鸣纸业进行了大量的投资扩张，2012年成立海鸣矿业有限公司（以下简称海鸣矿业），涉足菱镁矿的开采、加工和销售业务。同时，为培育新的利润增长点，公司还加大了对金融板块的投入，拓展了融资租赁业务，并先后在上海、武汉、北京等地设立融资租赁公司。此外，晨鸣纸业在2017年开始进军房地产行业，通过设立房地产开发子公司和收购地产公司股权，进一步扩大了经营范围，由此在晨鸣纸业多元化战略的推进下，公司的投资性房地产业务经历了显著的变化。同

年，晨鸣纸业的投资性房地产账面价值出现了惊人的增长，激增高达48亿元。这与过去该数值长期在1000万至2000万区间内平稳徘徊的态势形成了鲜明对比。在2018年初，晨鸣纸业再次展现了其在房地产市场的雄心壮志，耗资12.75亿元，拿下宏泰地产30%的股权及其相应债权。

然而，随着多元化战略的推进，晨鸣纸业逐渐意识到聚焦主业的重要性。因此，自2019年起，公司重新将目光聚焦主业，转而实施归核化战略。设定归核化发展的总体目标为：以绿色、低碳、循环、可持续发展为基调，通过提质增效、促进工业化与智能化融合等方式，全面提升公司的质量效益、管理水平、科技含量和品牌形象。这一战略转型旨在推动晨鸣纸业做强做优做大，成为最具成长性的世界一流企业集团。通过以上战略调整，晨鸣纸业成功应对了外部环境的挑战，实现了持续发展。未来，随着市场环境的不不断变化，晨鸣纸业将继续灵活调整战略，保持竞争优势，实现更加辉煌的成就。

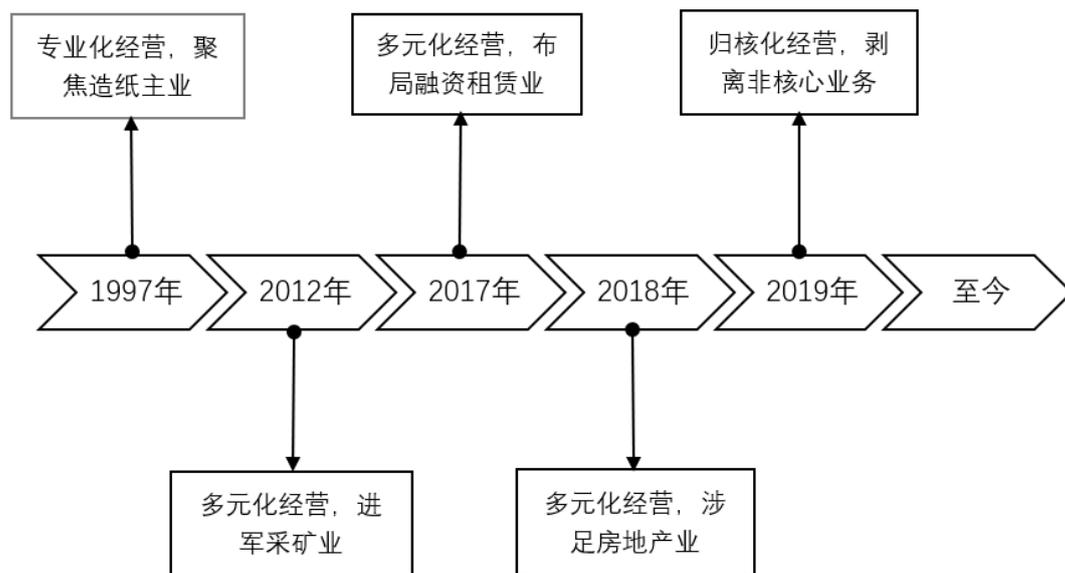


图3.2 晨鸣纸业公司战略经营演变图

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报整理绘制

3.2 晨鸣纸业归核化战略实施动因

3.2.1 化解过度多元化经营风险

(1) 缓解偿债压力

晨鸣纸业所在的造纸及纸制品业便是一个资本密集型行业，债务规模已然不轻。加之其因盲目追求非相关多元化扩张，公司不得不为新业务的开展投入巨额的资金和资源，这使得债务规模急剧攀升，从而给企业带来了沉重的资金负担和坏账隐患。特别是在业务发展的初期，资金需求尤为迫切，进一步加剧了企业的融资压力。为了满足这些需求，晨鸣纸业不得不大量举债，这无疑加剧了企业的债务风险，使得原本就存在的资金压力变得更为沉重。

如下表3.1所示，晨鸣纸业的短期偿债能力指标呈现出波动且不稳定的趋势。具体来说，在2014至2015年期间，晨鸣纸业的流动比率和速动比率均呈现下降趋势；而在2015至2017年，这两项指标虽然有所回升，但增速缓慢；到了2018年，两者均出现了不同程度的降幅。一般而言，流动比率和速动比率的理想水平分别为2和1，但晨鸣纸业的流动比率长期维持在0.7至0.9之间，速动比率则在0.65至0.76之间，均远未达到合理水平。尽管现金比率保持在适宜范围内，但流动比率和速动比率的低迷状态依然影响了晨鸣纸业的整体短期偿债能力。另外，从长期偿债能力的角度来看，资产负债率是一个重要的衡量指标。通常认为，资产负债率在40%至60%之间较为安全。然而，晨鸣纸业的资产负债率一直处于较高水平，自2014年起便长期保持在70%以上。与行业平均水平相比，晨鸣纸业的资产负债率显著偏高，而流动比率、现金比率及速动比率的表现也不尽如人意。这反映出在多元化战略实施期间，晨鸣纸业缺乏充足的营运资金，不得不依赖高杠杆经营，从而导致了偿债压力的急剧增加，并对后续的再融资活动产生了不利影响。

表3.1 晨鸣纸业偿债能力分析

| 年份 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 晨鸣纸业 | | | | | | | | |
| 流动比率 | 0.87 | 0.95 | 0.88 | 0.84 | 0.72 | 0.77 | 0.86 | 0.78 |
| 速动比率 | 0.58 | 0.73 | 0.68 | 0.65 | 0.62 | 0.66 | 0.76 | 0.67 |
| 现金比率 | 0.12 | 0.12 | 0.04 | 0.03 | 0.04 | 0.04 | 0.05 | 0.04 |
| 资产负债率 | 67.15% | 69.94% | 69.20% | 74.75% | 77.86% | 72.58% | 71.34% | 75.43% |
| 同行业平均 | | | | | | | | |
| 流动比率 | 1.61 | 1.48 | 1.44 | 1.39 | 1.72 | 1.92 | 1.94 | 1.78 |
| 速动比率 | 1.20 | 1.05 | 1.03 | 0.98 | 1.33 | 1.57 | 1.55 | 1.38 |
| 现金比率 | 0.61 | 0.43 | 0.35 | 0.29 | 0.52 | 0.51 | 0.41 | 0.36 |
| 资产负债率 | 48.59% | 48.69% | 50.71% | 53.88% | 45.89% | 42.40% | 40.13% | 41.01% |

资料来源：根据国泰安数据库数据整理

如下表3.2所示，就负债的期限结构而言，短期债务的占比越来越高，由2011年的0.64逐年上涨至0.83，企业需要偿还的短期负债增加，晨鸣纸业的经营风险和资金压力也越来越大。进一步分析发现，晨鸣纸业在2011至2018年间，其负债规模一直较为庞大。特别是从2014年起，公司的短期债务便持续保持在200亿元以上的高位。2018年达到474.44亿元，同时有192.93亿元的货币资金，而通过晨鸣纸业财报显示货币资金中有169.11亿元是受限的，也就是说只有23.82亿的货币资金是可以自由使用的。相对于庞大的负债来说显得杯水车薪。此外，晨鸣纸业的长期债务虽然相较于短期债务规模较小，但也呈现出了显著的增长趋势，至2018年已达到98.97亿元，这一数额远超过了公司当年的盈利能力。由于经营状况的不理想，晨鸣纸业在获取长期融资方面遭遇了困难，因此不得不依赖短期筹资来保障企业的正常运营。这种做法不仅使公司面临巨大的短期还款压力，还带来了沉重的资金负担。

依据融资理论，归核化战略中的资产剥离行为一方面能迅速筹集大量成本低廉的资金，另一方面还避免了稀释现有股东控制权的风险，是一种高效的筹资方式。因而，晨鸣纸业为了缓解偿债压力进行归核化，通过出售非核心业务，获取现金流，缓解偿债压力。

表 3.2 2011-2018 年晨鸣纸业净利润基本债务情况 (单位: 亿元)

| 年份 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| 短期借款 | 120.87 | 128.76 | 98.19 | 204.7 | 247.56 | 278.76 | 350.97 | 402.28 |
| 一年内到期的 长期借款 | 12.04 | 13.68 | 7.89 | 11.00 | 19.75 | 13.44 | 36.25 | 42.34 |
| 一年内到期的 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 4.99 | 0.00 | 19.98 | 37.95 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 24.77 | 62.56 | 57.68 | 57.77 | 37.89 | 0.00 | 21.96 | 20.98 |
| 长期借款 | 51.43 | 39.33 | 37.24 | 43.78 | 51.69 | 69.36 | 76.46 | 77.99 |
| 有息负债合计 | 210.17 | 245.67 | 207.52 | 318.76 | 393.35 | 410.79 | 486.5 | 573.41 |
| 有息资产 负债率 | 46.06% | 51.48% | 43.67% | 56.10% | 50.45% | 49.92% | 46.06% | 54.44 % |
| 长期债务 | 76.20 | 101.89 | 94.92 | 101.55 | 89.58 | 69.36 | 98.42 | 98.97 |
| 短期债务 | 133.97 | 143.78 | 112.60 | 217.21 | 303.77 | 341.43 | 388.08 | 474.44 |
| 长期债务占 总债务比 | 0.36 | 0.41 | 0.46 | 0.32 | 0.23 | 0.17 | 0.20 | 0.17 |
| 短期债务占 总债务比 | 0.64 | 0.59 | 0.54 | 0.68 | 0.77 | 0.83 | 0.80 | 0.83 |
| 货币资金 | 35.30 | 44.56 | 25.48 | 54.76 | 89.84 | 101.10 | 144.43 | 192.93 |
| 期末现金及 等价物 | 23.17 | 23.44 | 7.27 | 9.76 | 18.88 | 19.80 | 28.04 | 23.82 |

资料来源: 根据晨鸣纸业公司年报数据计算整理

(2) 摆脱未来前景不佳的业务

资源基础理论认为, 在资源有限条件下, 企业宜将资源集中于核心业务, 将经营重心放在价值链效益最大的环节, 将价值创造欠佳的业务舍弃。2018 年, 中国金融监管部门对融资租赁行业进行了重要调整。一方面, 多部门联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》明确要求融资租赁业务消除多层嵌套, 抑制通道业务, 并加强监管协调, 以强化宏观审慎管理和功能监督。此举旨在引导社会资金更好地流向实体经济, 支持经济结构调整和转型升级。另一方面, 同年 5 月, 商务部发布通知, 将融资租赁公司、商业保理公司和典当行的业务经营和监管职责划转给银保监会, 结束了金融租赁行业多头监管的局面。这一调整标志着租赁行业进入了“退热”和冷静发展期。根据《2018 年中国融资租

赁业发展报告》数据显示，自2014年以来，全国融资租赁合同余额的增速持续下滑。如下图3.2所示，到2018年末，全国范围内的融资租赁合同余额累计达66500亿元人民币，同比增长9.38%，这一增速较2014年已大幅减少，显示出融资租赁业务在规范调整后的冷静发展态势。

晨鸣纸业的资产剥离行为则是对不利行业状况的防御性应对。融资租赁业务给曾经一度占据晨鸣纸业净利润的“半壁江山”，但是带来丰厚利润的同时，该业务的外部监管也不断趋严、市场也在持续紧缩，行业发展前景不容乐观；企业涉足房地产行业之际，恰逢中国房地产调控政策最为严厉的时期，导致上海晨鸣实业有限公司在2017年和2018年连续两年未能实现盈利目标。因此，为摆脱未来前景欠佳的业务亏损风险，晨鸣纸业开始进行归核化战略转型。

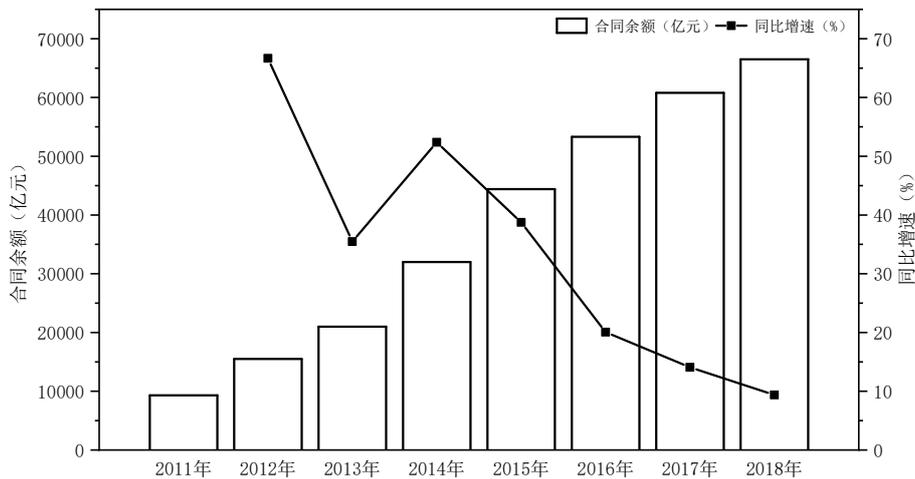


图3.2 2011-2018年我国融资租赁行业市场规模

资料来源：根据中国融资租赁行业发展报告数据计算整理

3.2.2 强化主业核心竞争力

(1) 提升机制纸销量

外部环境变化促使造纸行业竞争格局发生深刻变化。一方面，供给侧改革促使市场淘汰落后产能，加速供给侧产能出清。另一方面，环保趋严、排污许可证制度及外废管控政策落地多角度强化造纸行业污染治理。如下图3.3可知，2011年以来，造纸行业集中度稳步提升，CR5从20.49%提高到2018年的31.96%，CR10从28.70%提高到2018年的44.10%。2018年影响行业供给侧相关政策依然维持紧

缩导向，大厂因持续环保投入、原材料成本及生产规模优势，行业竞争力更强，促进企业向集团化和规模化方向发展，市场份额向头部企业聚拢。业内大型造纸企业凭借雄厚的资金、先进的设备以及规模化生产优势，不断抬高行业进入门槛，尽享新盈利周期带来的丰厚利润，行业整体发展态势向好。晨鸣纸业作为行业领军者之一，历经多年发展，已累积起独特的竞争优势，行业集中度的提升对其而言是积极因素。然而，造纸行业竞争格局日趋激烈，龙头企业间的较量愈发白热化。在这样的市场环境下，龙头企业更需加强核心竞争力，专注造纸业务发展，稳固行业领导地位。唯有这样，企业才能有效应对日益激烈的市场竞争，确保企业的持续健康发展。

虽然行业集中度提升对于晨鸣纸业是利好消息，但是如下图3.4显示，2018年我国前五大造纸企业分别为玖龙纸业、理文造纸、山鹰国际、太阳纸业以及晨鸣纸业，产量合计3334.6万吨，占全国总产量的31.96%。玖龙纸业作为全球最大的废纸环保造纸现代化包装纸制造集团，以及中国造纸业的领军企业，2018年产量高达1394万吨，显著领先于排名第二的理文造纸。理文造纸作为中国第二大包装纸企业，其核心产品为包装用牛皮箱板纸及瓦楞芯纸，其在市场上的表现亦颇为出色。与此同时，山鹰国际以其完善的产业链闭环著称，涵盖废纸、原纸、包装至废纸的完整循环，主导产品包括箱纸板、瓦楞纸等包装纸及文化纸，是国内箱板纸生产的重要企业之一。太阳纸业则是纸浆领域的领军企业，其产品线丰富，涵盖双胶、铜版、生活用纸等多种纸种，实现了纸浆、废纸系、文化纸的平衡布局。如图3.4所示，2018年，前四大包装纸企业中，仅有晨鸣纸业的产量出现了下降，降幅达10.47%，导致其2018年排名至第五位。

基于核心竞争力理论，晨鸣纸业在深入分析行业环境及经营业务发展方向的基础上，决定实施归核化战略。这一战略旨在通过整合资源，集中力量重构和提升核心业务，从而培育和发展核心竞争力。通过这一举措，晨鸣纸业能够更好地适应外部环境的变化，确保企业持续、稳健地发展。在归核化战略的指导下，公司将不断优化资源配置，加强核心业务的创新和提升，以应对市场的挑战，实现企业的长远发展。

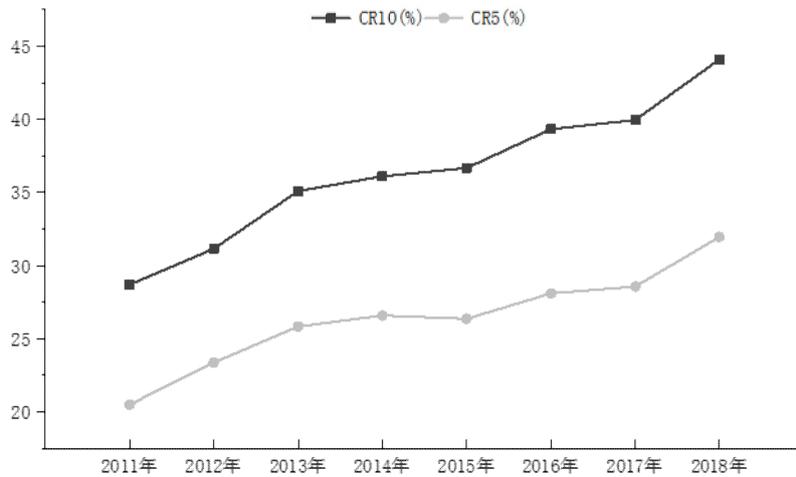


图3.3 2011-2022年中国造纸行业集中度CR5和CR10 (单位: %)

资料来源: 根据中国造纸协会数据计算整理

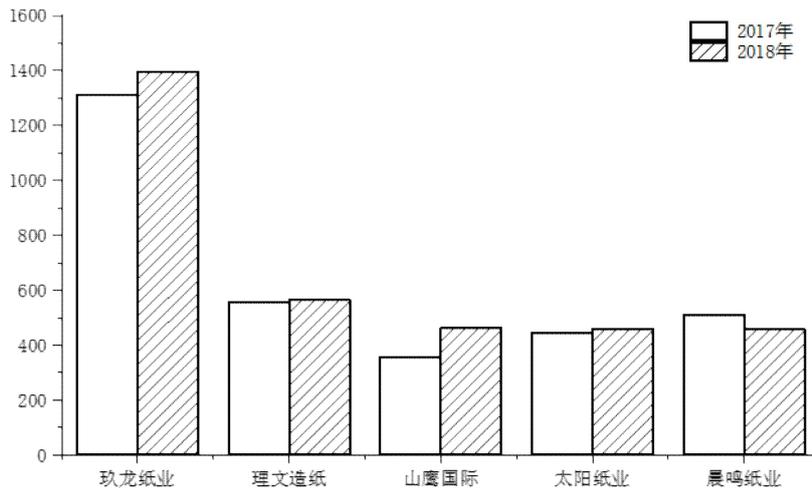


图3.4 2018年前五大造纸企业产量对比 (单位: 万吨)

资料来源: 根据公司年报数据整理

(2) 发挥自制纸浆成本优势

核心竞争力理论强调与竞争者相较,企业能以更低的成本和更快的速度开发出满足市场需求的产品和服务。根据各造纸行业上市公司公告,以纸浆为主的原材料在各纸种成本中的占比超过70%,个别纸种甚至达到85%,把控纸浆价格对造纸企业核心竞争力至关重要。如下图3.5所示,自2017年起,全球纸浆价格大幅攀升,废纸进口相关政策陆续推出,废纸进口管控趋严,造纸行业原料结构优化的需求更加迫切起来。在这样的趋势下,寻求内生动力,实现原料自给才是造

纸企业打破原料“困局”，实现持续发展的关键。对此，早已完成浆纸一体化战略布局的晨鸣纸业无疑为自己创造了更大的发展空间。

晨鸣纸业早在十余年前便启动了浆纸一体化战略布局，通过不断扩展木浆项目，奠定了坚实的产业基础。近年来，公司更是加大了对制浆工程的投资建设力度，实现了黄冈晨鸣化学浆和寿光晨鸣化学浆两大工程的投产，进一步提升了自制浆的产能和效率。造纸行业作为资金技术密集型产业，对经营管理的精细化和资源投入的持续性有着极高的要求。为了在激烈的市场竞争中脱颖而出，晨鸣纸业精准捕捉发展机遇，迅速调整经营战略，转向归核化模式。此举旨在集中资源发展造纸主业，增强核心竞争力，稳固行业领导地位，从而提升绩效水平。这一战略转型不仅体现了晨鸣纸业对市场趋势的深刻洞察，也展示了其坚定的发展决心。

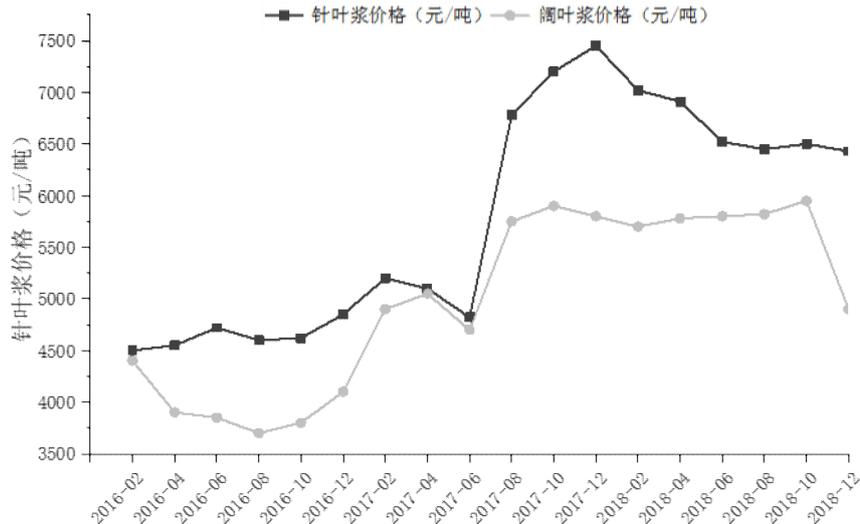


图3.5 2016-2018年纸浆价格走势 (单位: 元/吨)

资料来源: 根据新浪财经数据整理

3.2.3 提振投资者信心

基于信号传递理论，多元化过度可能导致企业核心业务模糊，业绩呈现下滑态势，进而向投资者传递出负面信号，使得他们调低对未来股利的预期。因而很可能导致其股票资本市场表现不佳。晨鸣纸业前期融资租赁业务表现亮眼，并未产生高额的坏账，且毛利率远高于其他竞争对手，如下表3.3和图3.6所示。这一优势使得公司和投资者对融资租赁业务充满信心，进而推动了公司股价的上涨。

然而，随着市场环境的变化和政策的调整，晨鸣纸业的融资租赁业务逐渐暴露出潜在风险，进而影响了其市场表现。2018年5月政府发布的《关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》标志着融资租赁行业的监管措施将更为严格。不久之后，晨鸣纸业在2019年1月6日发布公告称，由于子公司融资租赁等违规问题，公司董事长陈洪国被采取了监管谈话的监管措施。这一事件进一步引发了投资者对晨鸣纸业融资租赁业务潜在财务风险的担忧。投资者逐渐认识到晨鸣纸业融资租赁业务背后潜藏的巨大风险，公司股价随之下滑。市场原先对晨鸣纸业融资租赁业务的积极预期已逐渐消失，取而代之的是普遍的负面看法。

从信号传递的角度来看，晨鸣纸业选择剥离采矿业务和融资租赁业务，意在向外界释放公司市值被低估的信号。通过资产剥离，公司旨在展示自身战略转型的坚定决心，并增强投资者信心。

表3.3 2011-2018年前五大造纸企业毛利率比较

| 年份 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 晨鸣纸业 | 15.87% | 15.52% | 18.33% | 19.78% | 26.88% | 31.08% | 33.06% | 31.27% |
| 太阳纸业 | 16.40% | 13.55% | 16.94% | 20.05% | 23.39% | 21.92% | 26.03% | 23.45% |
| 山鹰国际 | 11.49% | 12.37% | 16.87% | 16.77% | 18.35% | 16.36% | 23.01% | 23.05% |
| 玖龙纸业 | 15.96% | 16.03% | 16.42% | 15.67% | 18.26% | 20.37% | 21.95% | 15.44% |
| 理文造纸 | 14.02% | 17.08% | 17.01% | 17.96% | 20.31% | 22.25% | 29.08% | 23.31% |

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报数据整理

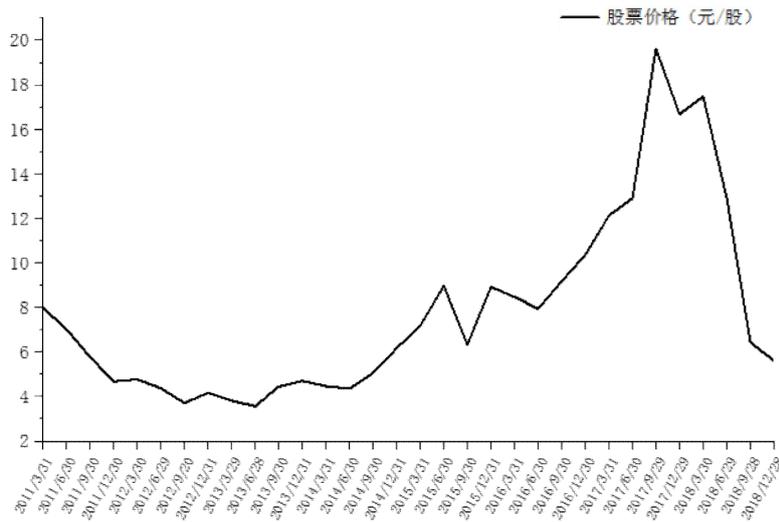


图3.6 2011-2018 年晨鸣纸业股票价格变化趋势图（元/股）

资料来源：根据巨潮资讯网数据整理

3.3 晨鸣纸业归核化战略实施路径选择

3.3.1 陆续剥离非核心副业

晨鸣纸业结合公司的实际情况，采取了资产剥离方式进行收缩归核。通过资产剥离，晨鸣纸业有效满足了企业大量的现金需求，为集中资源发展核心业务提供了有力保障。根据前文理论分析可知，资产剥离是“收缩归核”的实行方式，当企业的战略为归核化战略时，企业进行资产剥离就很可能以实现归核化战略为目标战略型资产剥离。由此，企业会基于长期发展考虑，谨慎选择出给其带来亏损或是非核心主业的资产，确定其核心主业，并更注重剥离后的资产整合以实现长期效应的增长。

晨鸣纸业在推进归核化战略的过程中，对采矿和融资租赁两大非核心业务进行了针对性的调整。对于采矿业务，公司选择了彻底剥离的方式，完全退出该领域。2019年8月，晨鸣纸业正式公布，已将海鸣矿业的全部股权、债权及其他相关权益悉数转让给江苏富达，双方已达成书面转让协议并完成了交易额达19.49亿元的交易。自此，晨鸣纸业正式退出采矿业，实现了对该非核心业务的全面剥离。

考虑到融资租赁业务规模之庞大，晨鸣纸业采取了审慎而有序的收缩策略。公司暂缓了融资租赁业务的外部扩张计划，同时加速融资租赁债权转让工作进程。为集中资源于核心业务，晨鸣纸业于 2019 年 1 月引入长城国瑞作为战略合作伙伴，共同推动融资租赁业务的逐步剥离。同时，公司积极探求有效的剥离方案，以加速退出该业务。实施归核化战略以来，晨鸣纸业持续缩减融资租赁业务的规模，以实现资源的优化配置，如表 3.4 所示，2019 年后该业务规模持续压缩，至 2022 年已降至 6.82%，较 2018 年收缩幅度超过 60%，显示出公司在归核化战略下对非核心业务的坚定调整决心。

表 3.4 2017-2022 年晨鸣纸业融资租赁业务资产情况表（单位：亿元）

| 年份 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|-------------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 1056.25 | 1053.19 | 979.59 | 915.75 | 828.7 | 843.01 |
| 其他流动资产-应收一年期融资租赁款 | 106.18 | 82.34 | 52.29 | 6.01 | 3.88 | 3.41 |
| 长期应收款 | 94.01 | 79.27 | 12.01 | 46.59 | 17.89 | 14.87 |
| 一年内到期的非流动资产 | 69.02 | 40.08 | 69.75 | 42.23 | 51.88 | 39.21 |
| 融资租赁业务资产合计 | 269.21 | 201.69 | 134.05 | 94.83 | 73.65 | 57.49 |
| 占总资产比例 | 25.49% | 19.15% | 13.68% | 10.36% | 8.89% | 6.82% |

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报计算整理

2021 年，公司又陆续出售了湛江晨鸣新型墙体材料有限公司、成都晨鸣文化传播有限公司、山东晨鸣热电股份有限公司、山东晨鸣板材有限责任公司、寿光市晨鸣水泥有限公司、寿光晨鸣地板有限责任公司 100% 股权，进一步聚焦制浆造纸主业，剥离非主业资产，优化资源配置。

3.3.2 集中资源发展造纸主业

晨鸣纸业作为现代化大型企业集团，其机制纸业务始终占据收入和利润的主导地位，收入占比长期保持在 85% 以上。然而，随着企业多元化战略的深入实施，这一比例呈现出逐渐下降的趋势，从 2014 年的 94.10% 下降至 2018 年的 84.17%。为了持续扩张核心业务，晨鸣纸业应从企业内外部资源出发，采取一系列策略。对内而言，企业应注重提升专业化水平，这包括加强研发能力，不断推出符合市

场需求的新产品；扩大产品产能，以满足日益增长的市场需求；优化营销模式，提高销售效率和客户满意度；同时，实施股权激励计划，激发员工的积极性和创造力。对外而言，晨鸣纸业应致力于加大核心业务的规模和实力。通过引入战略投资者，企业可以获得更多的资金支持和市场资源，进一步推动核心业务的发展。此外，实行债转股有助于优化企业资本结构，降低财务风险，为核心业务的发展提供有力保障。同时，积极开拓海外市场，不仅可以扩大企业的销售规模，还可以提升企业的国际竞争力，进一步巩固行业领先地位。

（1）企业内部

晨鸣纸业以创新研发为核心驱动力，坚持林浆纸一体化的战略布局，致力于推动产业链的完善与升级。公司深刻认识到废纸进口政策收紧将显著提升木浆需求，鉴于此，建设大型浆厂成为了造纸产业链中不可或缺的重要环节。在这一目标的指引下，公司加快建设大型浆厂速度，投入巨额资金，充分发挥浆纸一体化成本优势。仅黄冈晨鸣浆纸一体化项目，晨鸣纸业追加投资就高达10亿元。最终，寿光美伦、黄冈晨鸣等四大项目总投资200亿元，于2019年投产，公司构建起完整浆纸一体化全产业链，形成北、中、南三大生产基地战略布局。晨鸣纸业因此成为国内唯一实现木浆自给自足、浆纸产能匹配的企业。在研发方面，晨鸣纸业持续聚焦核心业务，加大研发资源投入，不断提升专业化水平。截至2022年末，公司已荣获国家专利授权380多项，并在全国同行业率先通过了ISO9001质量体系认证、ISO14001环保体系认证和FSC-COC国际森林体系认证，展现了其在绿色生态引领转型升级方面的显著成果。可见，晨鸣纸业通过持续聚焦核心业务的研发资源以提高其专业化水平。

晨鸣纸业在成功构建浆纸一体化全产业链后，企业的协同效应显著增强，木浆产能得到大幅提升，从而有力提升了公司的竞争力和盈利能力。为进一步巩固并扩展市场地位，公司精心规划了后续的项目建设，并优化了销售网络结构。在产业链布局方面，晨鸣纸业计划推进黄冈晨鸣二期全产业链项目，同时着手建设年产30万吨针叶木漂白化学浆项目及湛江晨鸣年产18万吨特种纸项目。这些举措旨在进一步完善公司的浆纸一体化布局，确保公司在行业内的领先地位；在销售网络建设方面，为提供更加专业化的销售服务，晨鸣纸业对销售网络进行了重大调整。公司打破了传统的按区域划分销售网络的模式，改为按产品线划分。新的

销售网络由文化纸系列、涂布纸系列和生活纸系列的产品公司组成，每个产品公司均设有管理区，由区总经理负责全面管理。管理区下设分公司，每个分公司设首席代表，全权负责分公司的业务运营；此外，晨鸣纸业在销售管理方面也进行了创新。2019年，公司实施了三级调度机制，确保销售任务的高效执行。分公司、管理区、销售公司均设立专人，对任务指标进行每日调度，确保计划的有效落地。这一机制的引入，极大地提升了公司的销售管理水平和市场响应速度。

晨鸣纸业为构建长效激励约束机制，于2020年3月发布A股限制性股票激励计划，共计111人，授予股票7960万股，2.85元/股。同年7月完成授予登记。在激励对象的选择上，晨鸣纸业充分考虑了团队的广泛性和关键性，确保激励作用得以充分发挥。该计划主要针对公司经营管理的核心团队，旨在全面激发员工积极性、责任感和使命感，共同推动公司长远发展。这一举措不仅体现了公司对核心团队的重视，也展现了公司对于激励效果的追求。为确保股权激励计划的有效实施，晨鸣纸业还设置了严格的解锁条件。这些条件分为公司层面业绩考核和个人层面绩效考核两个层次。在公司层面，公司结合所处行业、当前发展实际、未来业绩发展水平、整体战略及业务规划等因素，选取了加权平均净资产收益率、销售毛利率、主营业务收入占营业收入的比重三个指标作为业绩考核指标。这些指标不仅反映了公司的经营效益和效率，也体现了公司对于行业地位的追求。在个人层面，公司依据激励对象前一年度的绩效考评结果，判定其是否符合解除限售标准，从而确保激励效果与个人绩效紧密相连。

从解锁条件可以看出，晨鸣纸业对于核心业务的发展目标有着明确的要求，并希望通过股权激励计划推动公司在行业内取得领先地位。这一举措不仅彰显了公司的信心和决心，也为公司的长远发展奠定了坚实的基础。

（2）企业外部

为了进一步优化负债结构、增强资本实力并聚焦主业发展，晨鸣纸业积极引入战略投资者，以实现资源互补、技术共享，从而提高公司的核心竞争力和盈利能力。在2020年7月，晨鸣纸业成功引入东兴投资作为寿光美伦战略投资者，获3亿元投资。东兴投资看好寿光美伦发展及晨鸣纸业林浆纸一体化效益。此举优化晨鸣纸业资本结构，拓宽融资渠道，强化综合能力，稳固其行业领头羊地位，拉开与同类企业差距，实现可持续发展。同时，增资完成后，东兴投资可将其在投

融资、资产管理与运营、市场资源、风险控制等方面的运营经验引入寿光美伦，提升其整体管理水平，更好地助力主业发展。同年十二月，为支持黄冈晨鸣二期项目建设，做大做强制浆造纸主业，公司通过子公司湛江晨鸣、湖北黄冈晨鸣股权投资基金管理有限公司与湖北长江（黄冈）产业投资基金合伙企业（有限合伙）合作发起设立长江晨鸣股权投资基金对黄冈晨鸣进行增资，增资金额不超过人民币20亿元，增资款用于黄冈晨鸣二期项目建设，做优做强制浆造纸主业，提升公司的核心竞争力。此外，公司于2021年3月与建信投资、建行山东省分行签署了《市场化债转股战略合作框架协议》，各方本着自愿、平等和诚信的原则，建立战略合作关系，共同推动债转股业务。建行山东省分行、建信投资拟以股权、债权等多种产品方式向晨鸣集团及/或其关联方提供不超过20亿元的资金，主要用于归还银行贷款等有息负债或非银行金融机构负债，以改善晨鸣集团的资产负债结构，促进企业转型发展，提升企业运营管理水平。

除了国内合作，晨鸣十分重视海外市场的开拓。2023年1月，晨鸣纸业公告计划由全资子公司山东晨鸣纸业销售在海外设立控股公司。销售公司计划在香港和新加坡成立全资控股的晨鸣（海外）和晨鸣（新加坡）有限公司。这一战略布局旨在进一步拓展公司的海外业务，提升品牌影响力，并为公司未来的发展奠定坚实基础。上述两家公司经营范围将包括“制纸、制浆过程中的相关辅助材料、设备、配件的相关生产加工、进出口贸易，以及木浆，木片，纸张及纸制品相关的进出口贸易。另外，2022年初，晨鸣纸业获得中华人民共和国海关RCEP项下经核准出口商认定书，并于当日签发第一份输泰国原产地声明；受益于RCEP自贸区的政策红利，晨鸣纸业货物在出口RCEP成员国时可以根据协定自主声明原产地并享受关税减让，以更具竞争力的价格优势，不断挖掘海外市场潜力，为全球市场不断注入活力。当年，晨鸣纸业主要纸种出口量同比增长30%-50%。

4 晨鸣纸业归核化战略实施对绩效影响机理分析

晨鸣纸业归核化战略对企业绩效的影响主要从以下三个路径实现：第一，通过剥离非核心资产、持续性的压缩借款规模以及拓展多元化融资渠道，改善公司的财务状况，进而影响绩效水平。首先能获得高额的现金流，极大地降低公司财务费用，缓解偿债压力；其次能降低由于频繁外部举债带来的高额利息费用。第二，通过聚焦优质主业、集中资源，提升公司的运营效率，进而影响绩效水平。首先提高剩余资产的管理效率，公司整体的资产周转速度有所加快；其次消除业务间的负协同效应，降低管理费用。第三，通过主业相关项目建设、增加研发投入以及明确回归主业态度，增强公司核心竞争力，进而影响绩效水平。首先改进产品生产线，提升生产效率，产量和销量实现双双增长；其次招聘研发人员，壮大公司研发队伍，提升研发能力；最后，投资者接收到公司回归主业态度，增加公司价值。具体分析如下：

4.1 对财务状况的影响机理分析

4.1.1 着手资产剥离，获取现金流量

晨鸣纸业通过出售资产剥离创造新现金流，增加投资收益。资金流入可用于偿债、补充营运资金或对外投资，有效缓解资金压力。由下表4.1可知，2019年归核化开始实施，晨鸣纸业处置子公司及其他营业单位收到的现金净额开始大幅攀升，同比增加998.51%，仅出售海鸣矿业就得到12,175.02万元现金流量。此外，2018年晨鸣纸业虽然没有开始施行归核化战略，但是已经开始压缩融资租赁业务规模，净回收619,185.91万元，引致同期经营现金流量净额同比大幅上升，说明收缩非核心业务可以带来正向的现金流。从2019年至2021年，企业不断压缩融资租赁业务规模，但是随着压缩速度放缓，净现金流量呈现下降趋势。

表4.1 晨鸣纸业2017-2022年现金回收情况（单位：万元）

| 年份 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|---------------------|-------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 | - | 1,961.03 | 21,542.11 | 21,754.77 | 30,623.95 | - |
| 压缩融资租赁业务收到的现金净额 | - | 619,185.91 | 588,528.71 | 356,233.94 | 115,324.28 | 18,474.91 |

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报数据整理

4.1.2 压缩借款规模，降低利息费用

晨鸣纸业利润严重受损的主要原因在于高额的利息支出。如下表 4.2 所示，从其历年利润表中可见，2019 年实施归核化策略当年，晨鸣纸业的利息支出攀升至惊人的 29.16 亿元，这一数字几乎是当年净利润的两倍，凸显了企业面临的沉重偿债负担。对此，晨鸣纸业从以下两方面开始着手，一方面，在审视业务运营时，公司意识到部分亏损及前景黯淡的业务，这些业务不仅不能为公司带来利润，反而成为资金与资源的沉重负担，甚至可能导致公司背负沉重的债务。为此，公司作出了明智的决策，选择出售这些业务，并停止对它们的进一步资金投入。这一举措旨在降低公司的融资需求，减少外部借款，从而有效降低财务费用，使公司财务状况更加稳健。

表 4.2 晨鸣纸业 2017-2022 年利息收入与利息费用变动情况（单位：亿元）

| 年份 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 财务费用 | 21.17 | 27.41 | 29.16 | 25.62 | 23.87 | 21.47 |
| 其中：利息费用 | 24.85 | 33.49 | 35.74 | 31.25 | 26.48 | 20.81 |
| 利息收入 | 2.27 | 6.92 | 8.36 | 8.87 | 5.87 | 3.10 |

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报数据整理

另一方面，为了更好地进行产业链延伸与扩展，晨鸣纸业积极构建多元化的融资路径，旨在优化债务结构、削减融资成本，从而为公司的稳健经营和持续发展提供坚实的资金后盾。在资金筹措方面，公司加强授信管理，深化与金融机构的合作，同时加大再融资比例，通过发行公司债、永续债、短期融资券等方式，

丰富融资渠道。此外，公司还积极开展跨境融资，引入新旧动能转换基金，吸引第三方战略投资者，以进一步拓宽资金来源。通过这些举措，晨鸣纸业不仅降低了融资成本，优化了负债结构，还为公司的长远发展奠定了坚实的资金基础。公司将继续探索更多元化的融资方式，以支持其业务的持续增长和扩张。经过短期调整，2020年至2022年，公司利息费用开始下降。

4.2 对运营效率的影响机理分析

4.2.1 提升管理水平，加速资产周转

晨鸣纸业聚焦主业，优化管理与供应链，实现高效经营。销售公司矩阵式管理，确保市场开发与销售高效运作；供应链管理中心采用“集团统购”模式，降低采购成本，提升竞争力。同时，加大应收账款回收力度，严控信用风险。这些举措共同提升了公司的整体经营效率和竞争力。

销售公司管理体系完善，按产品线、产品公司、管理区、分公司实现矩阵式管理，确保业务高效运转。三级调度机制保障计划有效落地，四级走访机制满足市场需求。依托信息化系统，实现机控管理，提升营销管理水平。

供应链管理中心强化源头采购，规范采购管理体系。通过行业展会、实地考察等方式寻找优质供方，降低采购成本。引入供应商竞争机制，提高供货质量。同时，开展供应链金融业务合作，提升供应链竞争力。

在归核化战略实施期间，晨鸣纸业还加大应收账款回收力度，评估客户信用资质并设置信用期，定期监控信用记录。对于信用不良客户，采取催款等措施确保风险可控。公司还购买信用担保保险，进一步保障资金安全。

由下表 4.3 可知，晨鸣纸业通过资产剥离实现了经营规模的精简，2018 年总资产同比下降 21.57%。尽管资产规模有所减小，但公司的营业收入却实现了稳步增长，进而显著提升了资产周转率，充分展现了归核化战略在促进公司优化资源配置和高效运营方面的卓越成效。

表4.3 晨鸣纸业2017-2022年应收及资产周转情况（单位：亿元）

| 年份 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|---------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 294.72 | 288.76 | 303.95 | 307.37 | 330.20 | 320.04 |
| 营业收入增长率 | 28.66% | -2.02% | 5.26% | 1.13% | 7.43% | -3.08% |
| 总资产 | 1,056.25 | 1,053.19 | 979.59 | 915.75 | 828.41 | 843.01 |
| 资产周转率 | 0.31 | 0.27 | 0.30 | 0.32 | 0.38 | 0.38 |

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报数据计算整理

4.2.2 发挥协同效应，降低管理费用

晨鸣纸业曾推行非相关多元化战略，涉及融资租赁、采矿、房地产等业务，与主业难以协同，分散资源且增加管理成本。归核化战略则有助于消除业务间的负协同，降低管理成本，提升经营能力。由下表 4.4 可知，归核化战略实施以来，晨鸣纸业管理费用由 2017 年的 19.09 亿元下降到 2022 年的 7.51 亿元。究其原因主要有以下几个原因：

第一，归核化战略实施使得企业员工数量下降，从下图 4.1 可知，晨鸣纸业在归核化战略实施后，员工数量降幅明显，其中，技术人员数量下降幅度最大；生产人员人数在 2018 年达到 10508 人之后持续下降，最终降至 7259 人，降幅高达 30.92%；行政人员人数也有下降，降幅为 31.10%。员工人数骤减的背后是企业数字化能力的提升。晨鸣纸业在生产实施中，以计划管理为核心，采用分级管理模式，确保产销平衡，严控库存。集团设立生产调度中心，实时监控生产线运营，保障生产稳定。同时，公司积极推广 MES 管理系统，实现信息高效传递，优化工作流程，提升执行力。同时，晨鸣纸业重视人才建设，引进高层次专业人才，壮大人才队伍，通过考核评价机制，有效提升工作质量。实施股权激励计划，激发管理团队创造活力，为企业的长远发展注入强大动力。下一步晨鸣纸业将着手人力资源管理向人力资本管理转型升级，助力人力资本持续增值。

表 4.4 晨鸣纸业 2017-2022 年部分财务指标情况（单位：亿元）

| 年份 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 管理费用 | 19.09 | 9.68 | 11.35 | 10.25 | 9.42 | 7.51 |
| 营业收入 | 294.72 | 288.76 | 303.95 | 307.37 | 330.20 | 320.04 |
| 管理费用率 | 6.48% | 3.35% | 3.73% | 3.33% | 2.85% | 2.35% |

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报数据计算整理

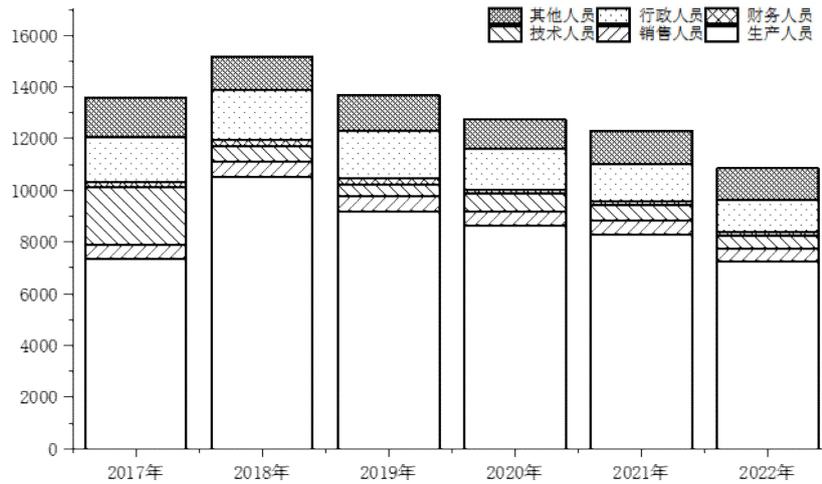


图 4.1 晨鸣纸业 2017-2022 年各类员工数量（单位：人）

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报数据整理

第二，晨鸣纸业过往多元化扩张的业务中，大部分资产均为固定资产与无形资产，至 2018 年，其折旧费用已达 1.56 亿元。归核化战略出售相关资产后报表中不再计提折旧费和摊销费后，2022 年折旧费用降至 0.92 亿元，降幅度达 41.03%。

4.3 对核心竞争力的影响机理分析

4.3.1 推进项目建设，实现产销增长

晨鸣纸业通过资产剥离积累了现金流，进而专注于造纸主业的发展，逐步提升市场竞争力并谋求长远发展。2019 年晨鸣纸业投资 12.98 亿元于美伦化学浆项目、投资 10.28 亿元于黄冈晨鸣林浆纸一体化项目、投资 1.85 亿元于新闻纸机改文化纸机及配套浆线改造。另外，晨鸣纸业开始注重绿色发展，积极参与到能源

结构转型和低碳生产的行动之中，分别投资 1.05 亿元和 1.45 亿元新建生物质发电和中水回用模处理项目。2020 年，又新增光伏发电项目和碳汇开发，不断蓄积绿色发展新动能，为清洁生产和资源节约注入新的活力。

2019 年，晨鸣纸业在投资建设方面取得了显著成果，寿光美伦的 51 万吨高档文化纸项目、寿光本部的文化纸改造项目、寿光美伦的 100 万吨化学浆项目以及黄冈晨鸣的化学浆项目均在二季度相继投产并顺利运行。这些项目的成功投产，不仅增强了晨鸣纸业在造纸行业的竞争力，也为其后续发展奠定了坚实基础。如图 4.2 所示，自 2019 年起，晨鸣纸业的机制纸产量和销量均呈现出大幅提升的态势。尤为值得一提的是，2019 年和 2022 年，公司机制纸销量甚至超过了产量，供不应求的市场格局凸显，这充分表明了晨鸣纸业产品的高市场认可度和强劲的市场需求。这一成绩的取得，既是对公司前期投资建设的肯定，也为公司未来的持续发展注入了强大动力。

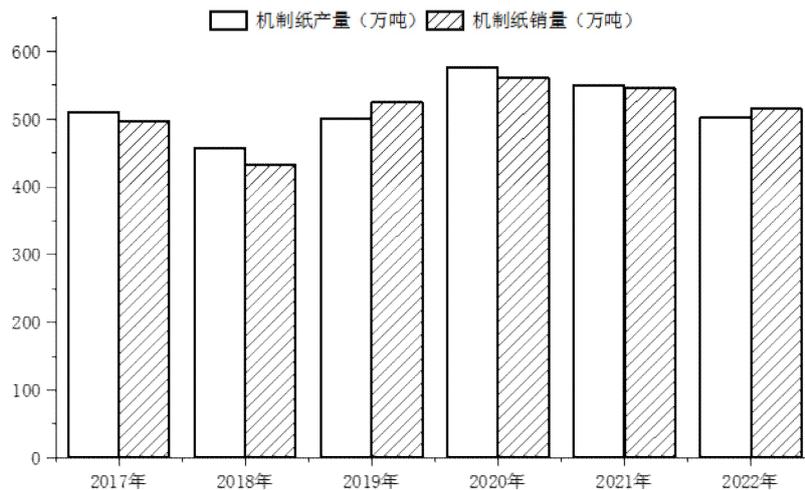


图4.2 晨鸣纸业2017-2022年机制纸产销量情况（单位：万吨）

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报数据整理

4.3.2 加大研发力度，增加创新产出

造纸企业的研发投入与其创新能力密切相关，能够帮助企业积极开发新产品、提升产品品质，同时彰显企业社会责任感、积极响应国家环保政策号召，从而有效帮助企业稳固既有市场并开拓新的市场。倘若管理层忽视科研投入，企业核心竞争力必将逐渐削弱。长远来看，若研发投入匮乏，产品缺乏创新活力，终将落

后于产业大潮。

表4.5 晨鸣纸业2017-2022年研发投入情况表

| 年份 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|-----------------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 研发人员数量 (人) | 1434 | 1863 | 1925 | 1933 | 1900 | 1370 |
| 研发人员数量 占比 | 10.56% | 12.26% | 14.07% | 15.16% | 15.45% | 12.62% |
| 研发投入金额 (万元) | 101730.63 | 92987.37 | 99231.30 | 127435.52 | 145376.64 | 129028.15 |
| 研发投入占营业 收入比例 | 3.41% | 3.22% | 3.26% | 4.15% | 4.40% | 4.03% |

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报数据整理

由上表 4.5 可知，2019 年实施归核化战略以来，晨鸣纸业研发人员数量占比不断提升，研发投入金额不断加大，虽然 2022 年该指标呈下降趋势，但是研发投入始终高于归核化战略实施之前的水平，研发投入占营业收入比例近三年也始终保持在 4% 以上，由此晨鸣纸业在创新产出大幅增加。根据年报显示，其在专利申请与授权方面取得显著成果。2019 年，公司申请专利 19 项，获得授权 26 项，有力推动了产品结构调整和转型升级。同时，多项科研项目列入山东省技术创新项目计划，与齐鲁工业大学联合创新的项目荣获教育部科技进步一等奖。新产品如“高档社会卡纸”等亦获得山东省技术创新奖。至 2020 年，专利授权数量增长至 76 项，其中造纸变性淀粉领域实现发明专利零的突破。同年，多项技术开发项目列入省级技术创新项目计划，新产品亦荣获一等奖。至 2021 年，专利授权数再增至 59 项，多个项目获得国家级和省级荣誉，推动造纸行业绿色化生产。截至 2022 年底，公司已获专利授权超 380 项，并通过多项国际认证。未来，晨鸣纸业将继续以科技创新为核心，提升研发水平和产品质量，增强核心竞争力。公司将继续坚持以科技创新为方向，不断提高研发水平和产品质量，提升企业发展的核心竞争力。

4.3.3 释放利好信号，提升公司价值

管理层因盲目非相关多元化之弊，更加渴望完善治理机制，提升经营实力，

向市场传递积极信号，重获投资者信任。信号理论表明，特殊行为蕴含重要信息。归核化之举旨在优化企业的资本结构，增强公司财务的稳健性，从而满足其日常运营、项目建设等多方面的资金需求。通过归核化，企业能够进一步提升其抵御风险的能力，确保制浆造纸等主营业务的稳健发展，并更有效地维护全体股东的长远利益。因此，作为积极之举，归核化在资本市场备受认可，彰显企业勇于直面积弊，专注核心业务的决心。

综合前文分析，发现晨鸣纸业剥离融资租赁业务为企业短期市场绩效带来正向影响，但是剥离海鸣矿业却得到了市场的负向反馈。原因在于，剥离时机不正确，让其沦为“赚差价”的工具，市场投资者感觉受到了欺骗。为深入探究市场对晨鸣纸业归核化整改后企业价值提升及投资者预期契合度的真实反馈，除了关注短期累计收益率外，购入-持有异常收益率（BHAR）法可以有效衡量企业长期市场价值。该方法通过计算公司实际收益率乘积与市场收益率乘积之差，有效剔除股价异常波动影响，能够精准反映企业归核化战略实施后的长期市场绩效。本文以晨鸣纸业宣布签署战略合作协议当月（2019年1月）视为事件月，选取其后23个月作为观察窗口期，以更全面、客观地评估晨鸣纸业的长期市场表现。计算结果如下图4.3所示：

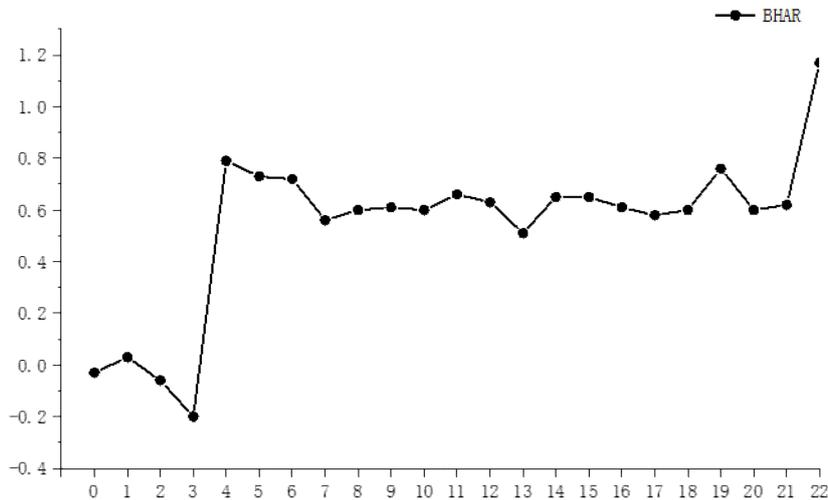


图 4.3 晨鸣纸业 BHAR 变化趋势图

资料来源：根据巨潮资讯网数据计算整理

根据最后计算结果来看，BHAR 在特定事件出现之后的 23 个月内整体呈上升态势，第 22 个月达到峰值，而此前一直维持在 0.6 的水平。BHAR 事件月后

市场有正向反应，此时投资者还秉持着“将信将疑”的态度，BHAR 在事件月后第一个月开始下降，直到第四个月，即 2020 年 3 月 28 日，晨鸣纸业 2019 年年度财务报告正式对外公布，其中再次明确了公司回归主业的决心，市场反应良好，公司价值一路飙升，这表明归核化战略切实有效地提升了晨鸣纸业的价值，因此此次的战略转型长期被市场看好。

5 晨鸣纸业归核化战略实施绩效评价

在晨鸣纸业归核化战略实施的绩效评价中，短期绩效评价采用了事件研究法，长期的绩效评价则采用了熵权-TOPSIS方法进行分析。首先用熵权法分析指标的变动程度来确定权重，指标表现越稳定，赋予的权重就会越小，反之权重就会越大。然后通过TOPSIS方法计算了各个指标的得分，以此评价公司绩效表现。本文将晨鸣纸业2017-2022年连续6年的特定指标作为研究的数据依据，选取的相关数据均来源于晨鸣纸业的公司年报、国泰安数据库、中国造纸业协会以及巨潮资讯等。

5.1 基于事件研究法的短期绩效评价

本节采用事件研究法将晨鸣纸业归核化过程中剥离投资产业与主业相关度最低的融资租赁业务与采矿业务事件作为研究样本，探究公司归核化战略对市场绩效表现的影响。

5.1.1 确定事件日和窗口期

回归核心主业的资产剥离行为作为企业归核化的重要实现途径，将作用于企业的短期市场表现。因此，本节采用事件研究法将晨鸣纸业归核化过程中剥离投资产业与主业相关度最低的融资租赁业务与采矿业务事件作为研究样本，探究公司归核化战略对市场绩效表现的影响。

在事件研究法中，明确界定事件日是首要步骤，因此事件研究法的核心则是精准地识别事件及其发生的具体时期，一般把市场接收到事件信息的第一天定为研究事件日。因此，见下表5.1，剥离融资租赁业务（以下简称事件一）选取的事件日为晨鸣纸业公布与长城国瑞证券达成战略合作协议的公告之日；剥离海鸣矿业（以下简称事件二）选取的事件日为发布公开挂牌转让海鸣矿业股权的公告日期。另外，在研究短期市场表现时，事件窗口期的选择对研究结果的准确性至关重要。若窗口期过长，可能稀释事件对市场表现的直接影响，导致相关性减弱；而窗口期过短，则可能因数据不足而影响分析结果的可靠性。因此，经过审慎考虑，本文选定事件发生日前后的15个交易日作为窗口期，以确保能够充分捕捉事

件对市场的短期影响。同时，为了构建有效的市场模型并估算正常收益率，本文将估计期设定为事件发生日前的120个交易日，即[-140, -21]区间。在整个计算过程中，本文所使用的股价收益等相关数据均来源于权威的金融资讯平台——巨潮资讯网，以确保数据的准确性和可靠性。

表5.1 资产剥离事件及事件日

| 事件 | 公告名称 | 公告发布日 | 事件发生日 | 事件意义 |
|------------------|------------------------|-----------|-----------|---|
| 事件一： 剥离融资租赁业务 | 《关于与长城国瑞证券签署战略合作协议的公告》 | 2019-1-16 | 2019-1-16 | 1.战略合作协议的签订对公司的业务运营将产生积极影响； 2.通过剥离非核心业务，聚焦主业、做强实业，全面布局林浆纸产业链，夯实行业龙头地位 |
| 事件二： 剥离海鸣矿业 | 《关于公开挂牌转让控股子公司股权的公告》 | 2019-8-7 | 2019-8-7 | 1.有利于公司整合资源，优化公司资产结构，集中优势聚焦主业，提质增效； 2.出售股权及债权所得可增加公司现金流，对公司财务状况和经营成果带来积极影响 |

资料来源：根据晨鸣纸业公司公告整理

5.1.2 计算预期收益率

第一步，分别用相应的公式计算出企业在事件窗口期的实际收益率和市场收益率，计算公式如式4-1、4-2所示：

$$R_{jt} = \frac{P_{jt} - P_{jt-1}}{P_{jt-1}} \quad \text{式 (5-1)}$$

$$R_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{mt-1}}{I_{mt-1}} \quad \text{式 (5-2)}$$

公式4-1中的 R_{jt} 为晨鸣纸业在某一日期的实际收益率， P_{jt} 为晨鸣纸业在该天的收盘价。公式5-2中 R_{mt} 是对应日期的市场收益率， I_{mt} 是对应的市场指数。因为晨鸣纸业在深证证券交易所上市，所以将深证成指视为本次事件研究的市场指数。

第二步，首先，运用公式5-1和5-2分别计算出各事件估计期的实际收益率和市场收益率，这一步骤与第一步的操作相类似。随后，通过回归分析，得出估计

期实际收益率与市场收益率之间的关系系数 α_j 和 β_j 。最后，基于市场模型法，进一步构建计算窗口期预期收益率的回归模型，具体如公式5-3所示：

$$R'_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} \quad \text{式 (5-3)}$$

完成上述过程之后，将第一步求得的窗口期的市场收益率 R_{mt} 代入公式5-3中，就能够得出各事件在窗口期的预期收益率，并将其命名为 R'_{jt} ，计算和回归方程分析结果如下表5.2所示：

表5.2 资产剥离事件计算结果

| 事件 | α_j | β_j | R | R^2 | 调整后 R^2 | 标准误差 |
|-----|------------|-----------|-------|-------|-----------|--------|
| 事件一 | -0.0038 | 1.0117 | 0.425 | 0.181 | 0.174 | 0.0368 |
| 事件二 | -0.0017 | 0.8525 | 0.707 | 0.500 | 0.496 | 0.0157 |

资料来源：根据STATA16.0计算结果整理

由上表5.2可知，在估计期[140,-21]内事件一和事件二的 R^2 均大于0.1，说明该拟合模型的解释能力较好，可以进行实证分析。具体来看，事件一的 R^2 为0.181，调整后 R^2 为0.174，说明在这个时间跨度内晨鸣纸业的股价受市场收益率影响的概率为17.40%，受其他因素影响的概率为82.60%；事件二的 R^2 为0.500，调整后 R^2 为0.496，则说明在这个时间跨度内晨鸣纸业的股价受市场收益率影响的概率为49.60%，受其他因素影响的概率为50.40%。接下来通过 F 检验和 t 检验来验证所得回归方程是否有效。检验结果如表4.3和表4.4所示：

表5.3 回归方程F检验表

| 事件 | 方差来源 | 平方和 | 自由度 | 均方 | F 值 | p 值 |
|-----|------|----------|-----|---------|---------|-------|
| 事件一 | 回归 | 352.341 | 1 | 352.341 | 26.012 | 0.000 |
| | 残差 | 1598.362 | 118 | 13.545 | | |
| | 总计 | 1950.702 | 119 | | | |
| 事件二 | 回归 | 289.301 | 1 | 289.301 | 118.193 | 0.000 |
| | 残差 | 288.828 | 118 | 2.448 | | |
| | 总计 | 578.130 | 119 | | | |

资料来源：根据STATA16.0计算结果整理

由上表5.3可知，事件一和事件二 F 统计量的 p 值均为 $0.000 < 0.05$ ，因此回归计算得出的预期收益率估计方程通过总体显著性检验，且 R_{mt} 的系数不为0。

表5.4 回归方程T检验表

| 事件 | β (系数) | 标准误差 | t 值 | p 值 | $b-rint$ (95%置信区间) |
|-----|--------------|-------|--------|-------|--------------------|
| 事件一 | 常数项 | 0.337 | -1.128 | 0.262 | [-1.048, 0.287] |
| | 一次系数 | 0.198 | 5.100 | 0.000 | [0.619, 1.404] |
| 事件二 | 常数项 | 0.144 | -1.156 | 0.250 | [-0.451, 0.118] |
| | 一次系数 | 0.078 | 10.872 | 0.000 | [0.697, 1.008] |

资料来源：根据 STATA16.0 计算结果整理

由上表5.4可知，事件一和事件二的一次系数 β_j 对应 t 检验的 p 值均小于0.05，呈现出显著性特征。说明事件一和事件二的自变量 R_{mt} 对因变量 R'_{jt} 均有显著影响，因而可以认为给出的预期收益率估算方程能够准确地表达出晨鸣纸业的预期收益率和市场收益率之间的关联。

5.1.3 计算超额收益率和累计超额收益率

首先需要得到窗口期的超额收益率 AR_{jt} ，计算方法是用第一步的结果 R_{jt} 减去回归模型得到的 R'_{jt} ，再将计算得出的 AR_{jt} 进行累加，就得到了最终结果累计超额收益率 CAR ，计算公式分别如式4-4、4-5所示：

$$AR_{jt} = R_{jt} - R'_{jt} \quad (\text{式5-4})$$

$$CAR = \sum AR_{jt} \quad (\text{式5-5})$$

根据公式5-4和5-5，代入窗口期深证成指的大盘实际收益率，计算可以得出晨鸣纸业各项资产剥离的超额收益率和累计超额收益率。如下表5.5和5.5所示：

表5.5 事件一窗口期 AR 、 CAR 表

| 事件窗口 | 日期 | AR | CAR | 事件窗口 | 日期 | AR | CAR |
|------|------------|--------|--------|------|-----------|-------|-------|
| -15 | 2018/12/24 | 0.68% | 0.68% | 1 | 2019/1/17 | 1.15% | 6.89% |
| -14 | 2018/12/25 | -0.01% | -0.66% | 2 | 2019/1/18 | 1.11% | 8.00% |

(续表 5.5)

| 事件窗口 | 日期 | AR | CAR | 事件窗口 | 日期 | AR | CAR |
|------|------------|--------|-------|------|-----------|--------|--------|
| -13 | 2018/12/26 | 1.15% | 1.81% | 3 | 2019/1/21 | -0.39% | 7.62% |
| -12 | 2018/12/27 | -0.17% | 1.64% | 4 | 2019/1/22 | 0.49% | 8.10% |
| -11 | 2018/12/28 | 0.22% | 1.85% | 5 | 2019/1/23 | 0.29% | 8.39% |
| -10 | 2019/1/2 | 1.11% | 2.96% | 6 | 2019/1/24 | -0.80% | 7.59% |
| -9 | 2019/1/3 | 0.87% | 3.83% | 7 | 2019/1/25 | 1.12% | 8.70% |
| -8 | 2019/1/4 | -0.07% | 3.76% | 8 | 2019/1/28 | 0.63% | 9.33% |
| -7 | 2019/1/7 | -0.34% | 3.42% | 9 | 2019/1/29 | -0.47% | 8.86% |
| -6 | 2019/1/8 | -0.20% | 3.22% | 10 | 2019/1/30 | -0.60% | 8.27% |
| -5 | 2019/1/9 | 1.19% | 4.41% | 11 | 2019/1/31 | -0.62% | -7.65% |
| -4 | 2019/1/10 | 0.64% | 5.05% | 12 | 2019/2/1 | -0.44% | 7.21% |
| -3 | 2019/1/11 | 1.32% | 6.37% | 13 | 2019/2/11 | -0.46% | 6.75% |
| -2 | 2019/1/14 | 0.58% | 6.94% | 14 | 2019/2/12 | 2.61% | 9.36% |
| -1 | 2019/1/15 | -0.82% | 6.12% | 15 | 2019/2/13 | -0.67% | 8.69% |
| 0 | 2019/1/16 | -0.38% | 5.74% | | | | |

资料来源：根据巨潮资讯网数据计算整理

表5.6 事件二窗口期AR、CAR表

| 事件窗口 | 日期 | AR | CAR | 事件窗口 | 日期 | AR | CAR |
|------|-----------|--------|--------|------|-----------|--------|--------|
| -15 | 2019/7/17 | -0.45% | -0.45% | 1 | 2019/8/8 | 0.12% | 2.04% |
| -14 | 2019/7/18 | -0.49% | -0.94% | 2 | 2019/8/9 | -5.62% | -3.58% |
| -13 | 2019/7/19 | -0.07% | -1.00% | 3 | 2019/8/12 | -3.40% | -6.78% |
| -12 | 2019/7/22 | 0.02% | -0.99% | 4 | 2019/8/13 | -0.45% | -7.23% |
| -11 | 2019/7/23 | 0.45% | -0.54% | 5 | 2019/8/14 | 1.42% | -5.81% |
| -10 | 2019/7/24 | -0.56% | -1.10% | 6 | 2019/8/15 | 1.42% | -5.81% |
| -9 | 2019/7/25 | -0.24% | -1.35% | 7 | 2019/8/16 | -2.78% | -8.59% |
| -8 | 2019/7/26 | -0.26% | -1.61% | 8 | 2019/8/19 | 0.92% | -7.66% |
| -7 | 2019/7/29 | 0.02% | -1.59% | 9 | 2019/8/20 | -2.16% | -9.82% |
| -6 | 2019/7/30 | 0.45% | -1.13% | 10 | 2019/8/21 | 2.00% | -7.83% |

(续表 5.6)

| 事件窗口 | 日期 | AR | CAR | 事件窗口 | 日期 | AR | CAR |
|------|-----------|--------|--------|------|-----------|--------|--------|
| -5 | 2019/7/31 | 0.38% | -0.75% | 11 | 2019/8/22 | 0.21% | -7.61% |
| -4 | 2019/8/1 | 0.29% | -0.46% | 12 | 2019/8/23 | -1.34% | -8.95% |
| -3 | 2019/8/2 | 0.53% | 0.07% | 13 | 2019/8/26 | -0.25% | -9.20% |
| -2 | 2019/8/5 | 0.89% | 0.96% | 14 | 2019/8/27 | -0.03% | -9.24% |
| -1 | 2019/8/6 | 1.43% | 2.39% | 15 | 2019/8/28 | -0.43% | -9.66% |
| 0 | 2019/8/7 | -0.47% | 1.92% | | | | |

资料来源：根据巨潮资讯网数据计算整理

5.1.4 计算结果评价

为了更直观地了解事件一的AR和CAR变动趋势，根据表5.5制作下图5.1。

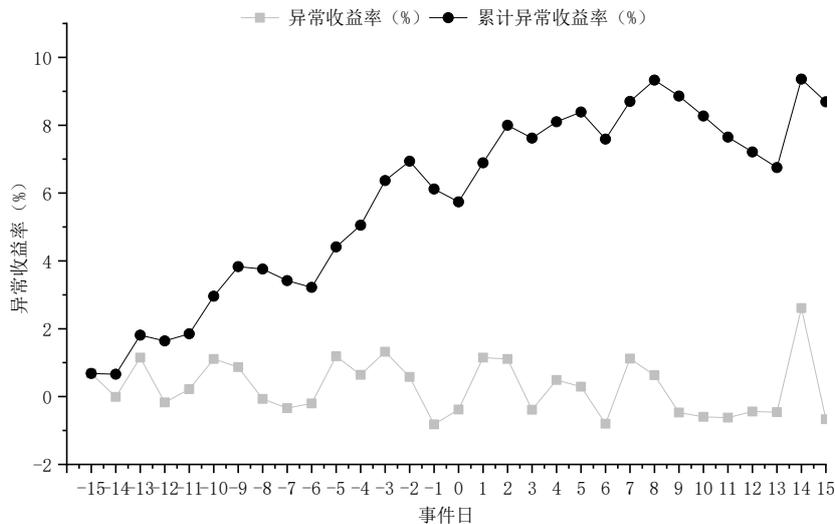


图 5.1 事件一窗口期超额收益率和累计超额收益率趋势图

从上图5.1中可以清晰地看到，在晨鸣纸业剥离其融资租赁业务事件窗口期内，其超额收益率的变动显得尤为剧烈。在关键事件发生当天，晨鸣纸业的超额收益率呈现出显著的上升态势，并且在事件发生的次日，这一指标成功地从之前的负值翻转为正数，实现了当日的正向超额收益。值得注意的是，在公告发布前的一周时间里，超额收益率曾数次显著上升，且这些上升时期的收益率均为正值。

基于这些观察,本文推测,在事件正式公告之前,可能已有相关信息被提前泄露。在事件期内,累计超额收益率展现出稳步上升的趋势,根据上图5.1所示,事件发生前一周,晨鸣纸业已累积了显著的超额收益率。随着融资租赁资产剥离公告的公布,其累计超额收益率持续上涨,一度达到9.33%的高点。尽管随后有所下跌,但整体上收益率依然保持在公告前的水平之上。晨鸣纸业剥离融资租赁业务事件为公司股东带来了显著的财富增值效应,最终实现了8.69%的累计超额收益率。这一结果表明,该事件对公司短期绩效具有积极的影响。

根据表5.6制作图5.2。

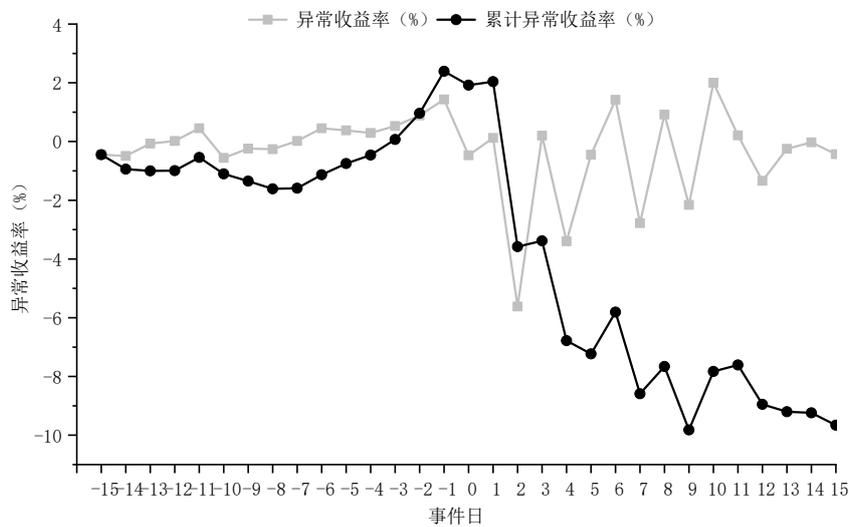


图 5.2 事件二窗口期超额收益率和累计超额收益率趋势图

从上图5.2中可以看出,晨鸣纸业剥离海鸣矿业的事件窗口期内,超额收益率在事件发生日当天呈小幅度上升趋势,但是,在事件发生后一天突然向下剧烈变动,当日达到-5.62%。累计超额收益率在事件发生后呈现出明显的下降趋势,在窗口期结束时累计超额收益率达到-9.66%。这一方面表现出市场反应的滞后性,另一方面则说明此次事件给公司股价带来了极大的负面影响。原因在于,晨鸣纸业早在2012年就开设了海鸣矿业公司,但是,直到2018年1月6日,公司才获得采矿许可证。取得采矿许可证后,公司在2018年半年报中声称海鸣矿业美菱矿等项目的投产将助力企业在结构调整的进程中达成转型升级的目标,提升企业纵向延伸能力,增强企业发展后劲、推动企业战略目标的实现。当市场期待着海鸣矿业大放异彩时,晨鸣纸业却在2019年8月发布公告,公开挂牌转让海鸣矿业股权的

公告。这无疑会打击投资者的信心，因此，市场并不看好这次资产剥离事件，剥离海鸣矿业为晨鸣纸业股价带来了负面影响。

5.2 基于熵权-TOPSIS 法的长期绩效评价

在对单个财务指标进行论证分析时，经常有一些疑惑：如果想要全面地对企业的绩效表现进行评价，计算出财务指标比率后无法准确判断出高低，即很难确定单个指标在一整个财务评价指标体系中所占有的权重值。因此，为了更好地衡量晨鸣纸业归核化战略实施的绩效表现，本章将通过构建合理的综合绩效评价体系，并利用熵权-TOPSIS法对晨鸣纸业归核化战略绩效进行定量评价。

熵权-TOPSIS法分析晨鸣纸业归核化转型的长期财务绩效具有以下优势：首先，熵权法具备客观赋权的特性，能有效避免主观随意性对评价指标权重的影响，确保评价的公正性和准确性。其次，TOPSIS法在处理评价数据时展现出高度的灵活性，不受评价对象大小和数据数量的限制，能有效比较多种层次的评价指标，综合考量总体与部分。再次，熵权-TOPSIS法既适用于企业连续多年的绩效变化趋势的纵向分析，有助于企业优化经营战略；也适用于同行业若干企业长期绩效的横向对比分析，有助于企业了解自身行业地位和全行业整体绩效状况。最后，熵权-TOPSIS法的评价结果客观、立体，且富有层次性，能够清晰地剖析指标间的内在联系，实现局部评价；同时，也能分析综合指标对绩效的整体影响，进行整体评价。

5.2.1 绩效指标处理方法

本部分运用熵权-TOPSIS法对晨鸣纸业2017年-2022年的财务绩效进行评价，探究“归核化战略的实施是否提升了晨鸣纸业的长期绩效”。在企业发展过程中，影响绩效指标的因素是多种多样的，如何识别归核化战略的影响呢？为了尽可能排除其他因素的影响、突出归核化战略转型的作用，本文采取了如下做法：

(1) 基于战略转型时点对长期绩效表现分阶段分析

为了评估晨鸣纸业长期绩效表现变化的转折时点是否与归核化战略实施的关键时点相吻合，需重点关注两者在时间维度上的对应关系。若二者在时间上呈现出一致性，那么就可以初步推断归核化战略转型对晨鸣纸业的绩效改善起到了

积极作用。由前文可知，2019年1月晨鸣纸业发布公告宣称公司将聚焦主业，推进公司做强做优做大，并且陆续剥离非核心主业资产，故本文选择“2019年”作为晨鸣纸业归核化战略实施的关键时点（在本部分的图中用竖虚线标记），分析关键时点前后公司绩效水平是否有所变化。

（2）利用同行企业绩效对比排除行业周期性影响

造纸与纸制品行业作为典型的周期性行业，企业效益与行业整体发展趋势息息相关。倘若晨鸣纸业的长期绩效改善是造纸与纸制品行业整体发展趋势的推动，便不能归因于归核化战略转型，故在晨鸣纸业绩效表现变化的分析中，采用对比分析法：①选取与晨鸣纸业企业规模（营业收入和市值）相近的境内上市企业；②选择经营业务与晨鸣纸业具有极大相似性的企业；③剔除2010年以后上市的纸类与林业产品公司，保证所有参比企业数据完整统一便于进行对比；④剔除经历过或者正在经历多元化的企业。对比分析被选公司2017年-2022年的绩效表现情况，进行晨鸣纸业归核化战略影响性的二次判断，以排除行业趋势等因素的影响。

5.2.2 构建综合绩效评价体系

造纸企业现行绩效评价体系存在不足：目标设置不全，未充分体现制造业特点；过于偏重财务评价，忽视非财务因素；缺乏无形资产和人力资本评价指标（陈波等，2011）。为构建更科学全面的体系，本文通过优化目标设置，平衡财务与非财务评价，以及引入无形资产和人力资本指标，将晨鸣纸业归核化综合绩效评价体系分为因素集、准则层和指标层。这种划分使得整个体系更加条理清晰，易于理解和操作。通过层层递进的方式，全面反映企业的绩效状况，实现企业长期战略评价。

一级指标（因素集）：晨鸣纸业归核化综合绩效评价视角。

二级指标（准则层）：对晨鸣纸业归核化战略实施的因素集凝练，多角度对其综合绩效作出评价。

三级指标（指标层）：对各个指标作出描述，方便快速计算，增加数据之间的可比性。

具体而言，本文将财务绩效与非财务绩效设定为一级指标层，进一步细化为

七个方面的二级指标层，最终选出18个三级指标层。其中，根据《企业绩效评价标准》，同时基于系统性、可比性等原则，围绕盈利能力、偿债能力、营运能力、发展能力四个角度对晨鸣纸业的财务绩效进行评价；非财务绩效则考虑晨鸣纸业归核化战略目标以及行业特性，围绕市场开拓、科技含量以及社会贡献三个维度展开评价（Garcia等，2016；Safaei等，2014；任倩，2023）。具体见下表5.7。

（1）盈利能力

造纸企业的销售获利能力是其能否实现持续稳定发展的关键所在。营业毛利率揭示了企业从每一元营业收入中获取的毛利水平，而净资产收益率则体现了企业运用资产创造价值的效率。两者结合，全面展现了企业的盈利实力与投入产出效果。但是由前文分析可知，造纸和纸制品行业具有高负债特征，而负债高的企业容易降低净资产收益率的含金量。现金流是企业盈利的最终归宿，净利润现金比率恰恰可以用来衡量企业“真实”盈利能力。

（2）偿债能力

造纸行业作为典型中游制造业，呈现“长链条、重资产”特征，杠杆水平整体较高，偿债能力是度量纸企经营情况的重要指标。资产负债率作为企业负债水平的核心指标，能够有效反映企业的风险程度。另外，由前文分析可知，晨鸣纸业因盲目实施非相关多元化战略，导致生产经营活动严重依赖短期筹资，进而承受巨大的偿债及资金压力。速动比率能准确衡量企业流动资产中可快速转化为现金的部分对短期债务的保障程度，而现金流动负债比率则从现金流的角度揭示了企业当前偿还短期债务的实力。

（3）营运能力

造纸行业产能过剩、存货积压一直是该行业面临的巨大挑战，所以存货周转速度对评价企业营运能力而言较为重要。此外，造纸行业竞争激烈，企业为了扩大销售，很可能过度赊销，因此应收账款周转率也是该行业营运能力的重要评价。另外，近年来大批纸企纷纷选择国内国外投资建厂，扩大生产规模，对企业资产投资效率提出了更高的要求，总资产周转率能够精准评估企业资产的使用效率，反映其投资效益。

（4）发展能力

我国造纸行业企业众多，市场需求各异，企业发展前景充满变数。因此，对

造纸企业的发展能力进行深入分析显得尤为重要。通常，公司的发展能力评估主要涵盖两大方面：一是绩效成长，如营业利润增长率、资本保值增值率等指标，用以衡量公司的经济效益和资本增值能力；二是规模成长，如固定资产增长率等，用以反映公司资产规模的扩张情况。这两方面的综合考量，有助于全面评估造纸企业的发展潜力和实力。

（5）市场开拓

市场开拓能力是企业发掘并拓展新市场的能力，它既是企业发展状况的体现，也折射出所处产业的现状。本文将以市场份额和客户集中度为指标，来评估企业归核化后的市场开拓实力。市场份额直接体现了企业在市场中的竞争力与占有率，而客户集中度则揭示了企业客户的分布情况和依赖程度，两者共同构成了评估企业市场开拓能力的重要维度。

（6）科技含量

造纸行业属于资源约束型企业，研发投入对于企业健康发展至关重要，和企业的产出之间存在着显著的正向关系。科技创新的道路上，人才队伍的构建与壮大尤为关键。晨鸣纸业要实现做强做优做大的目标，必须依据技术要素进行人才配置，确保人才与技术的紧密结合，从而推动企业的持续发展和壮大。

（7）社会贡献

社会责任竞争力作为一种“无形”竞争力，由良好的企业形象、对社会负责任的态度和对困难群体的善举等所构成，慈善捐赠率可以作为衡量企业社会责任贡献度的直观指标。另外，国家曾连续4次发文整治造纸业，强调解决造纸行业水污染是迫在眉睫的重大科技难题。吨纸化学需氧量（COD）排放量是衡量水污染的关键指标。

表 5.7 造纸企业长期绩效评价指标体系

| 准则层 | 指标层 | 指标编码 | 属性 | 计算公式 |
|--------|------------|------|----|--------------------|
| 盈利能力 | 净资产收益率 | Q1 | 正向 | 净利润/平均净资产 |
| | 净利润现金比率 | Q2 | 正向 | 经营现金净流量/净利润 |
| | 营业毛利率 | Q3 | 正向 | 营业利润/营业收入 |
| 偿债能力 | 速动比率 | Q4 | 适度 | 速动资产/流动负债 |
| | 现金流负债比率 | Q5 | 正向 | 经营现金净流量/流动负债 |
| | 资产负债率 | Q6 | 适度 | 负债总额/资产总额 |
| 营运能力 | 应收账款周转率 | Q7 | 正向 | 营业收入/年均应收账款余额 |
| | 存货周转率 | Q8 | 正向 | 营业成本/年均存货余额 |
| | 总资产周转率 | Q9 | 正向 | 营业收入/平均总资产余额 |
| 发展能力 | 营业利润增长率 | Q10 | 正向 | 本期营业利润增加额/期初营业利润总额 |
| | 资本保值增值率 | Q11 | 正向 | 期末所有者权益/期初所有者权益 |
| | 固定资产增长率 | Q12 | 正向 | 本期固定资产增加值/期初固定资产总额 |
| 市场开拓能力 | 市场份额 | Q13 | 正向 | 产品销量/产品市场总量 |
| | 客户集中度 | Q14 | 负向 | 前五大客户销售额/年度总销售额 |
| 科技含量 | 研发投入占比 | Q15 | 正向 | 研发投入/营业收入 |
| | 研发人员占比 | Q16 | 正向 | 研发人员数量/员工总人数 |
| 社会贡献 | 慈善捐赠率 | Q17 | 正向 | 对外捐赠额/净利润 |
| | 吨纸 COD 排放量 | Q18 | 负向 | 本期产品生产化学需氧量/本期产品产量 |

晨鸣纸业2016年至2022年财务绩效评价体系的原始数据如下表5.8所示：

表 5.8 晨鸣纸业长期绩效评价体系的原始数据

| 指标编码 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| Q1 | 0.1423 | 0.0914 | 0.0672 | 0.0731 | 0.0864 | 0.0137 |
| Q2 | 0.0063 | 5.4975 | 6.9770 | 5.9069 | 4.1068 | 10.8703 |
| Q3 | 0.3306 | 0.3127 | 0.2836 | 0.2307 | 0.2361 | 0.1447 |
| Q4 | 0.7580 | 0.6708 | 0.7624 | 0.6023 | 0.5459 | 0.4990 |

(续表 5.8)

| 指标编码 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Q5 | 0.0004 | 0.2296 | 0.2321 | 0.2206 | 0.1698 | 0.0665 |
| Q6 | 0.7134 | 0.7543 | 0.7311 | 0.7183 | 0.7278 | 0.7185 |
| Q7 | 7.7154 | 8.1681 | 10.2522 | 13.6303 | 14.2282 | 10.9067 |
| Q8 | 3.6249 | 3.1023 | 3.7717 | 4.7722 | 4.8421 | 4.5229 |
| Q9 | 0.3137 | 0.2738 | 0.2991 | 0.3243 | 0.3786 | 0.3829 |
| Q10 | 1.3417 | 0.8546 | 1.0181 | 0.9795 | 0.8739 | 1.0511 |
| Q11 | -0.0203 | -0.0111 | 0.2338 | 0.0933 | -0.0531 | -0.0521 |
| Q12 | 1.1117 | -0.3423 | -0.4551 | 0.0007 | 0.4397 | -0.9315 |
| Q13 | 0.0455 | 0.0414 | 0.0490 | 0.0474 | 0.0431 | 0.0415 |
| Q14 | 0.0653 | 0.0703 | 0.1051 | 0.1368 | 0.1593 | 0.2124 |
| Q15 | 0.0341 | 0.0322 | 0.0326 | 0.0415 | 0.0440 | 0.0403 |
| Q16 | 0.1056 | 0.1226 | 0.1407 | 0.1516 | 0.1545 | 0.1262 |
| Q17 | 0.0005 | 0.0034 | 0.0068 | 0.0047 | 0.0005 | 0.0025 |
| Q18 | 1.3331 | 1.2199 | 0.9366 | 0.8473 | 0.8081 | 1.0747 |

资料来源：根据国泰安数据库、公司年报、中国造纸业协会数据计算整理

5.2.3 长期绩效纵向评价过程及结果分析

(1) 建立评价矩阵

假设总共存在 m 个评价对象， n 个评价指标， X_{ij} 为第 i 个评价对象的第 j 个评价指标 ($i=1, 2, 3, \dots, m; j=1, 2, 3, \dots, n$)。构建原始数据矩阵 X

$$X = \begin{bmatrix} x_{11} & \cdots & x_{1n} \\ \vdots & x_{ij} & \vdots \\ x_{m1} & \cdots & x_{mn} \end{bmatrix} \quad \text{式 (5-6)}$$

(2) 原始矩阵标准化

若评价指标为正向指标，即越大越好的指标采用：

$$x_{ij} = \frac{x_{ij} - \min(x_j)}{\max(x_j) - \min(x_j)} \quad \text{式 (5-7)}$$

若评价指标为逆向指标，即越小越好的指标采用：

$$x_{ij} = \frac{\max(x_j) - x_{ij}}{\max(x_j) - \min(x_j)} \quad \text{式 (5-8)}$$

若评价指标为适中性指标，则越靠近最优值越好。本文选取2017年至2022年《企业绩效评价标准值》六年平均优秀值作为最优值：

$$x_{ij} = 1 - \frac{|x_{ij} - d_{best}|}{\max |x_{ij} - d_{best}|} \quad (d_{best} \text{ 为确定的标准值}) \quad (\text{式5-9})$$

当存在 $x_{ij} < 0$ 时，平移坐标：

$$x'_{ij} = x_{ij} + d, d=0.01 \quad (\text{式5-10})$$

(3) 对标准化矩阵进行归一化处理

$$y_{ij} = \frac{x'_{ij}}{\sum_{i=1}^m x'_{ij}} \quad (\text{式5-11})$$

以原始数据为基础，首先将评价指标依照公式（5-7）、（5-8）、（5-9）进行无量纲化处理，然后运用公式（5-10）将结果进行非负化处理，最后对处理后的数据按照公式（5-11）进行归一化处理，具体结果如下表5.9所示。

表5.9 晨鸣纸业长期绩效评价指标归一化处理结果

| 指标编码 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Q1 | 1.0100 | 0.6142 | 0.4260 | 0.4719 | 0.5753 | 0.0100 |
| Q2 | 0.0100 | 0.5154 | 0.6516 | 0.5531 | 0.3874 | 1.0100 |
| Q3 | 1.0100 | 0.9137 | 0.7572 | 0.4726 | 0.5017 | 0.0100 |
| Q4 | 0.2282 | 0.1547 | 0.2319 | 0.0970 | 0.0495 | 0.0100 |
| Q5 | 0.0100 | 0.9992 | 1.0100 | 0.9604 | 0.7411 | 0.2953 |
| Q6 | 0.1642 | 0.0100 | 0.0974 | 0.1457 | 0.1099 | 0.1449 |
| Q7 | 0.0100 | 0.0795 | 0.3995 | 0.9182 | 1.0100 | 0.5000 |
| Q8 | 0.3104 | 0.0100 | 0.3948 | 0.9698 | 1.0100 | 0.8265 |
| Q9 | 0.3757 | 0.0100 | 0.2419 | 0.4729 | 0.9706 | 1.0100 |
| Q10 | 1.0100 | 0.0100 | 0.3457 | 0.2664 | 0.0496 | 0.4134 |
| Q11 | 0.1243 | 0.1564 | 1.0100 | 0.5203 | 0.0100 | 0.0135 |
| Q12 | 1.0100 | 0.2984 | 0.2432 | 0.4662 | 0.6811 | 0.0100 |
| Q13 | 0.5495 | 0.0100 | 1.0100 | 0.7995 | 0.2337 | 0.0232 |
| Q14 | 1.0100 | 0.9760 | 0.7394 | 0.5239 | 0.3710 | 0.0100 |
| Q15 | 0.1710 | 0.0100 | 0.0439 | 0.7981 | 1.0100 | 0.6964 |
| Q16 | 0.0100 | 0.3576 | 0.7278 | 0.9507 | 1.0100 | 0.4313 |

(续表 5.9)

| 指标编码 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Q17 | 0.0100 | 0.4703 | 1.0100 | 0.6767 | 0.0100 | 0.3275 |
| Q18 | 0.0100 | 0.2256 | 0.7652 | 0.9353 | 1.0100 | 0.5022 |

资料来源：根据STATA16.0计算结果整理

(4) 计算第j项指标的熵值 e_j 、差异化系数 g_j 和熵权 ω_j

$$e_j = -K \sum_{i=1}^m y_{ij} \ln y_{ij} \quad (\text{式 5-12})$$

其中, $K > 0$, 一般令 $K = \frac{1}{\ln m}$

$$g_j = 1 - e_j \quad (\text{式 5-13})$$

$$\omega_j = \frac{g_j}{\sum_j^n g_j} \quad (\text{式 5-14})$$

将归一化处理后的数据依次带入公式(5-12)、(5-13)、(5-14), 计算出各评价指标的熵值 e_j 、差异化系数 g_j 和熵权 ω_j , 具体结果如表5.10所示。

表5.10 晨鸣纸业长期绩效评价指标熵值和熵权

| | 准则层 | 权重 | 指标编号 | 熵值 e_j | 差异化系数 g_j | 熵权 ω_j |
|----------------|--------|--------|------|----------|-------------|---------------|
| 财务绩效 0.6319 | 盈利能力 | 0.1136 | Q1 | 0.8791 | 0.1209 | 0.0380 |
| | | | Q2 | 0.8776 | 0.1224 | 0.0384 |
| | | | Q3 | 0.8817 | 0.1183 | 0.0372 |
| | | | Q4 | 0.8580 | 0.1420 | 0.0446 |
| | 偿债能力 | 0.1119 | Q5 | 0.8674 | 0.1326 | 0.0416 |
| | | | Q6 | 0.9182 | 0.0818 | 0.0257 |
| | | | Q7 | 0.7944 | 0.2056 | 0.0646 |
| | | | Q8 | 0.8537 | 0.1463 | 0.0459 |
| | 营运能力 | 0.1630 | Q9 | 0.8328 | 0.1672 | 0.0525 |
| | | | Q10 | 0.7510 | 0.2490 | 0.0782 |
| | | | Q11 | 0.6378 | 0.3622 | 0.1137 |
| | | | Q12 | 0.8360 | 0.1640 | 0.0515 |
| 发展能力 | 0.2434 | | | | | |
| | | | | | | |

(续表 5.10)

| 准则层 | 权重 | 指标编号 | 熵值 e_j | 差异化系数 g_j | 熵权 ω_j | |
|-----------------|------|--------|----------|-------------|---------------|--------|
| 非财务绩效 0.3681 | 市场开拓 | 0.1203 | Q13 | 0.7451 | 0.2549 | 0.0800 |
| | | | Q14 | 0.8717 | 0.1283 | 0.0403 |
| | 科技含量 | 0.1223 | Q15 | 0.7459 | 0.2541 | 0.0798 |
| | | | Q16 | 0.8645 | 0.1355 | 0.0425 |
| | 社会贡献 | 0.1255 | Q17 | 0.7501 | 0.2499 | 0.0785 |
| | | | Q18 | 0.8503 | 0.1497 | 0.0470 |

资料来源：根据STATA16.0计算结果整理

根据上表数据来看，财务绩效权重为63.19%，非财务绩效所占权重为36.81%，非财务绩效对归核化战略综合绩效的影响接近40%，这说明在评价归核化对晨鸣纸业综合绩效的影响时，不能仅仅局限于财务绩效，非财务绩效也应该成为重要考虑因素。七个准则层从大到小排序，财务绩效中的占比大小依次为发展能力、营运能力、盈利能力、偿债能力；非财务绩效中各项准则的占比则较为相近。

对于盈利能力，净资产收益率、净利润现金比率和营业毛利率所占权重比较接近，这说明对于评价归核化综合绩效来说这三个指标都很重要。基于这一信息，管理者可以通过两种方式提升净资产收益率，进而增强企业的盈利能力：一是增加负债，二是优化资产配置以减少总资产。这两种策略都能有效提升净资产收益率，从而强化企业的盈利能力。

对于偿债能力，速动比率和现金流动负债比率的改善更有利于综合绩效的提升，分别占比为4.46%和4.16%，对此，管理者可以通过增加短期投资和应收账款类似方式，同时减少短期借款或避免不必要的短期债务来降低流动负债来提高速动比率和现金流动负债比率，从而增强企业的偿债能力。

对于营运能力，应收账款周转率对晨鸣纸业归核化后的营运能力具有显著影响，是提升营运效率的关键因素。因此，管理者应明确应收账款的弹性期限，同时可考虑为欠款方提供现金折扣，以推动应收账款的高效处理。通过这些措施，可有效增加应收账款的周转量，进而提升公司的整体营运水平。

对于发展能力，营业利润增长率的占比显著，为11.37%，相对来说，资本保值增值率和固定资产增长率所占权重较小。对此，管理者可应该努力提高经营收

入、降低成本费用、增加投资收益，以此提升企业发展能力。

对于市场开拓，市场份额占比较大，为8.00%，客户集中度仅为4.03%。说明企业需要提升产品优势，进一步挖掘市场潜力，增加市场份额。

对于科技含量，研发投入总额占营业收入的比例占比为7.98%，研发人员占比为4.25%，这说明对于晨鸣纸业归核化绩效分析，研发投入不仅是企业技术创新和产品升级的重要驱动力，更是企业保持竞争优势、实现可持续发展的重要保障。

对于社会贡献，慈善捐赠率对晨鸣纸业归核化绩效影响较大，为7.85%，COD排放密度为4.70%。这说明慈善捐赠是企业积极践行社会责任的具象化行为，充分展现了其对社会福祉的深切关怀与积极贡献，企业可以通过提高企业声誉来促进绩效增长。

(5) 确定决策矩阵Z

根据熵权法确定的指标权重，得到赋权后的决策矩阵，计算公式如下：

$$z_{ij} = \omega_j \cdot x'_{ij}, (i = 1, 2, \dots, m, j = 1, 2, \dots, n) \quad (\text{式 5-15})$$

运用公式（5-15），利用熵权法得到的各指标权重，对规范化处理后的数据进行加权处理，具体结果如表5.11所示：

表5.11 晨鸣纸业长期绩效评价指标加权规范化处理结果

| 指标编号 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Q1 | 0.0383 | 0.0233 | 0.0162 | 0.0179 | 0.0218 | 0.0004 |
| Q2 | 0.0004 | 0.0198 | 0.0250 | 0.0213 | 0.0149 | 0.0388 |
| Q3 | 0.0375 | 0.0340 | 0.0281 | 0.0176 | 0.0186 | 0.0004 |
| Q4 | 0.0102 | 0.0069 | 0.0103 | 0.0043 | 0.0022 | 0.0004 |
| Q5 | 0.0004 | 0.0416 | 0.0421 | 0.0400 | 0.0309 | 0.0123 |
| Q6 | 0.0042 | 0.0003 | 0.0025 | 0.0037 | 0.0028 | 0.0037 |
| Q7 | 0.0006 | 0.0051 | 0.0258 | 0.0593 | 0.0652 | 0.0323 |
| Q8 | 0.0143 | 0.0005 | 0.0181 | 0.0446 | 0.0464 | 0.0380 |
| Q9 | 0.0197 | 0.0005 | 0.0127 | 0.0248 | 0.0510 | 0.0530 |
| Q10 | 0.0790 | 0.0008 | 0.0270 | 0.0208 | 0.0039 | 0.0323 |

(续表 5.11)

| 指标编号 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Q11 | 0.0141 | 0.0178 | 0.1149 | 0.0592 | 0.0011 | 0.0015 |
| Q12 | 0.0520 | 0.0154 | 0.0125 | 0.0240 | 0.0351 | 0.0005 |
| Q13 | 0.0440 | 0.0008 | 0.0808 | 0.0640 | 0.0187 | 0.0019 |
| Q14 | 0.0407 | 0.0393 | 0.0298 | 0.0211 | 0.0149 | 0.0004 |
| Q15 | 0.0136 | 0.0008 | 0.0035 | 0.0637 | 0.0806 | 0.0556 |
| Q16 | 0.0004 | 0.0152 | 0.0310 | 0.0404 | 0.0430 | 0.0183 |
| Q17 | 0.0008 | 0.0369 | 0.0793 | 0.0531 | 0.0008 | 0.0257 |
| Q18 | 0.0005 | 0.0106 | 0.0360 | 0.0440 | 0.0475 | 0.0236 |

资料来源：根据 STATA16.0 计算结果整理

(6) 确定正负理想解

当评价指标为效益型即正向性时，值越大表示越好，值越小表示越差，当评价指标为成本型即负向性时，值越大表示越差，值越小表示越好。具体表示如下：

$$\text{正理想型解表示为: } z_j^+ = \max(z_{1j}, z_{2j}, \dots, z_{mj}) \quad (\text{式 5-16})$$

$$\text{负理想型解表示为: } z_j^- = \min(z_{1j}, z_{2j}, \dots, z_{mj}) \quad (\text{式 5-17})$$

运用公式5-16和5-17，计算各评价指标的正负理想解，具体结果如下表5.12所示：

表5.12 晨鸣纸业长期绩效评价指标正负理想解

| 指标编号 | 正理想解 | 负理想解 |
|------|--------|--------|
| Q1 | 0.0383 | 0.0004 |
| Q2 | 0.0388 | 0.0004 |
| Q3 | 0.0375 | 0.0004 |
| Q4 | 0.0103 | 0.0004 |
| Q5 | 0.0421 | 0.0004 |
| Q6 | 0.0042 | 0.0003 |
| Q7 | 0.0652 | 0.0006 |

(续表 5.12)

| 指标编号 | 正理想解 | 负理想解 |
|------|--------|--------|
| Q8 | 0.0464 | 0.0005 |
| Q9 | 0.0530 | 0.0005 |
| Q10 | 0.0790 | 0.0008 |
| Q11 | 0.1149 | 0.0011 |
| Q12 | 0.0520 | 0.0005 |
| Q13 | 0.0808 | 0.0008 |
| Q14 | 0.0407 | 0.0004 |
| Q15 | 0.0806 | 0.0008 |
| Q16 | 0.0430 | 0.0004 |
| Q17 | 0.0793 | 0.0008 |
| Q18 | 0.0475 | 0.0005 |

资料来源：根据STATA16.0计算结果整理

(7) 计算欧式距离、相对贴进度并排序

首先，在确定正负理想集的基础上，计算n个评价对象的欧式距离。其中， D_i^+ 表示距离正理想值的大小， D_i^- 表示距离负理想值的大小，具体计算公式如下：

$$D_i^+ = \sqrt{\sum_{j=1}^n (z_{ij} - z_j^+)^2} \quad (\text{式 5-18})$$

$$D_i^- = \sqrt{\sum_{j=1}^n (z_{ij} - z_j^-)^2} \quad (\text{式 5-19})$$

其次，计算相对贴进度。公式为：

$$C_i = \frac{D_i^-}{D_i^+ + D_i^-} \quad (\text{式 5-20})$$

最后，根据相对贴进度 C_i 的大小，对评价对象排序， C_i 越大，表示评价对象的综合水平越好， C_i 越小，表示评价对象的综合水平越差。

运用公式（5-18）、（5-19）、（5-20）计算晨鸣纸业2016年至2022年的欧式距离和相对贴进度，具体结果如表5.13所示：

表5.13 晨鸣纸业2017-2022年欧氏距离和相对贴近度

| 年份 | 最优距离 | 最劣距离 | 相对贴近度 | 排序 |
|-------|--------|--------|--------|----|
| 2017年 | 0.1889 | 0.1268 | 0.4016 | 4 |
| 2018年 | 0.2066 | 0.0862 | 0.2944 | 6 |
| 2019年 | 0.1239 | 0.1842 | 0.5980 | 2 |
| 2020年 | 0.1045 | 0.1659 | 0.6136 | 1 |
| 2021年 | 0.1759 | 0.1513 | 0.4624 | 3 |
| 2022年 | 0.1875 | 0.1108 | 0.3713 | 5 |

资料来源：根据 STATA16.0 计算结果整理

由下图 5.3 可知，根据相对贴近度值越大，财务绩效表现越好的基本原理，晨鸣纸业综合绩效在归核化战略前后呈明显波动状态。2018 年，多元化经营矛盾集中爆发，企业经营陷入困境，绩效表现最差。2019 年伴随着企业转变经营战略，聚焦主业，绩效开始表现明显变好，2020 年继续保持上升势头。从 2021 年开始，受到上游大宗商品供应和下游纸品市场需求波动影响，加之融资租赁业务压缩速度放缓，企业运营难度加大，绩效表现不及预期。但是，该段时期晨鸣纸业归核化绩效表现仍然优于归核化战略实施前。因此，总体来看，晨鸣纸业归核化战略实施对企业长期绩效产生了正面影响。

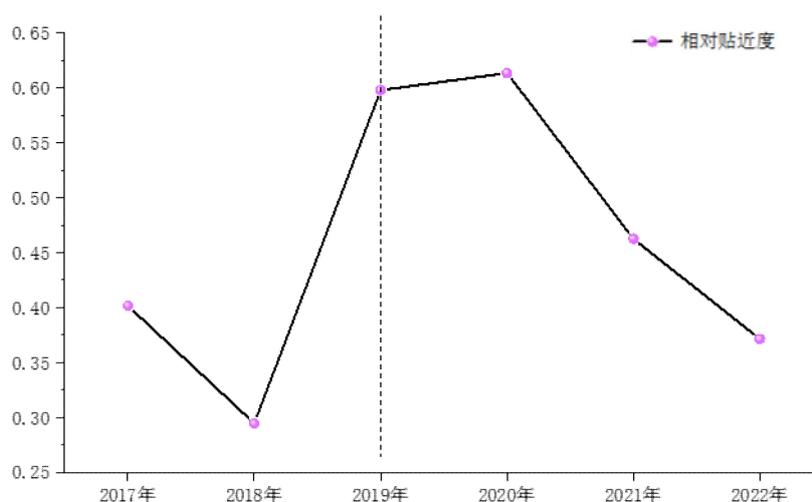


图 5.3 晨鸣纸业 2017-2022 年相对贴近度变化趋势图

为了更清晰地考量晨鸣纸业归核化绩效的影响因素，本文采用与上述相同的

计算方法，计算各准则层的相对贴适度，具体结果如表 5.14 所示。

表 5.14 晨鸣纸业 2017-2022 年各准则层贴适度

| 准则层 | 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 盈利能力 | 相对贴适度 | 0.5802 | 0.6479 | 0.5926 | 0.4901 | 0.4777 | 0.4198 |
| | 排序 | 3 | 1 | 2 | 4 | 5 | 6 |
| 偿债能力 | 相对贴适度 | 0.2014 | 0.8879 | 0.9616 | 0.8622 | 0.6875 | 0.2829 |
| | 排序 | 6 | 2 | 1 | 3 | 4 | 5 |
| 营运能力 | 相对贴适度 | 0.2294 | 0.0465 | 0.3439 | 0.7280 | 0.9784 | 0.6789 |
| | 排序 | 6 | 4 | 5 | 2 | 1 | 3 |
| 发展能力 | 相对贴适度 | 0.4841 | 0.1466 | 0.6426 | 0.4354 | 0.2017 | 0.1918 |
| | 排序 | 2 | 6 | 1 | 3 | 4 | 5 |
| 市场拓展 | 相对贴适度 | 0.6157 | 0.3272 | 0.8866 | 0.7202 | 0.2554 | 0.0117 |
| | 排序 | 3 | 4 | 1 | 2 | 5 | 6 |
| 科技含量 | 相对贴适度 | 0.1394 | 0.1490 | 0.2821 | 0.8135 | 1.0000 | 0.6215 |
| | 排序 | 6 | 5 | 4 | 2 | 1 | 3 |
| 社会贡献 | 相对贴适度 | 0.0000 | 0.4005 | 0.8822 | 0.7205 | 0.3746 | 0.3670 |
| | 排序 | 6 | 3 | 1 | 2 | 4 | 5 |

资料来源：根据 STATA16.0 计算结果整理

观察上表 5.14 可知，归核化战略实施后晨鸣纸业盈利能力出现持续下降；偿债能力、发展能力及社会贡献的相对贴适度呈现先升后降趋势；营运能力和科技含量的相对贴适度则总体向好，不断攀升。具体来看，如下表 5.15 和图 5.4 所示，一直以来融资租赁业务虽然占总收入不过 10%，却成为公司盈利的主要来源，为晨鸣纸业带来丰厚的利润，此次剥离融资租赁业务对公司的盈利能力产生负面影响。但是，“断臂求生”剥离融资租赁业务，加上剥离采矿、房地产等非核心副业快速收回的现金流成为晨鸣纸业的“速效救心丸”，这一点在 2018 年就得到印证。理由是 2018 年企业虽然没有开始实施归核化战略，但是现金流出现问题，不得不压缩融资租赁业务，引致偿债能力大幅提升；随着“林浆纸一体化”相关项目投产使用，公司调整产业布局，发展能力、市场份额得到提升；归核化

引导企业聚焦主业，不断加大研发力度，科技含量稳步上升；在追求经济效益的同时，企业开始重视履行社会责任，积极承担对国家和社会发展、自然环境所应承担的责任，努力践行公益，实现经济效益、社会效益和生态效益的有机统一。

表 5.15 2018 年晨鸣纸业营收情况（单位：亿元）

| 业务 | 营业收入 | 营业成本 | 毛利率 | 营业收入同比 增减 | 营业成本同 比增减 | 毛利率同 比增减 |
|------|--------|-------|--------|--------------|--------------|-------------|
| 机制纸 | 243.04 | 178.5 | 26.55% | -7.52% | -4.14% | -2.59% |
| 融资租赁 | 22.02 | 1.68 | 92.38% | 11.90% | -40.54% | 6.72% |

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报数据整理

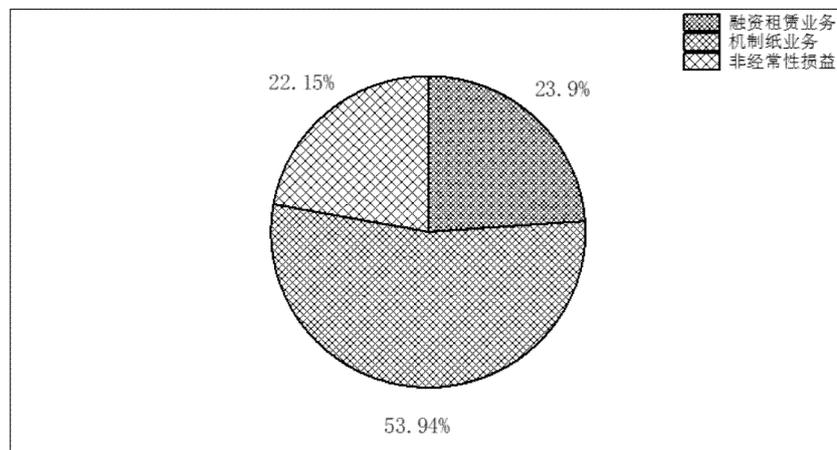


图 5.4 2018 年晨鸣纸业归属于上市公司净利润分布饼状图

资料来源：根据晨鸣纸业公司年报数据计算绘制

5.2.4 长期绩效横向评价过程及结果分析

基于证监会发布所发布数据，截止 2021 年底，我国境内共计有 36 家上市造纸和纸制品公司。基于 5.2.1 部分提到的筛选标准外，结合数据的可获得性，从 36 家上市造纸和纸制品公司中筛选出太阳纸业（002078.SZ）、山鹰国际（600567.SH）、博汇纸业（600966.SH）三家公司进行同行业对比分析。根据前文分析可知，归核化战略实施后晨鸣纸业长期绩效明显上升，2020 年绩效表现最好。为了排除是由于行业趋势造成的变化，故本文选择 2020 年进行横向对比。同时，为了使对比更加直观，特增加归核化之前年度（2017 年）的行业绩效表

现。2017 年部分造纸和纸制品企业长期绩效评价原始数据及计算结果如下表 5.16 和表 5.17 所示：

表 5.16 造纸企业 2017 年长期绩效评价原始数据

| 指标编号 | 晨鸣纸业 | 太阳纸业 | 山鹰国际 | 博汇纸业 |
|------|---------|---------|---------|---------|
| Q1 | 0.1423 | 0.2348 | 0.2141 | 0.1853 |
| Q2 | 0.0063 | 1.6740 | 1.3760 | 1.4717 |
| Q3 | 0.3306 | 0.2603 | 0.2301 | 0.2403 |
| Q4 | 0.7580 | 0.7645 | 0.5553 | 0.5589 |
| Q5 | 0.0004 | 0.3234 | 0.2254 | 0.1747 |
| Q6 | 0.7134 | 0.5846 | 0.6121 | 0.6281 |
| Q7 | 7.7154 | 12.5673 | 9.3108 | 10.2661 |
| Q8 | 3.6249 | 10.4934 | 6.7014 | 4.8043 |
| Q9 | 0.3137 | 0.8170 | 0.7437 | 0.7053 |
| Q10 | 1.3417 | 1.2979 | 1.2395 | 1.1105 |
| Q11 | -0.0203 | -0.0357 | 0.1089 | -0.1085 |
| Q12 | 1.1117 | 1.0302 | 10.2765 | 3.9327 |
| Q13 | 0.0455 | 0.0256 | 0.0325 | 0.0168 |
| Q14 | 0.0653 | 0.1760 | 0.0626 | 0.1700 |
| Q15 | 0.0341 | 0.0252 | 0.0254 | 0.0005 |
| Q16 | 0.1056 | 0.1010 | 0.0873 | 0.0481 |
| Q17 | 0.0005 | 0.0089 | 0.0003 | 0.0000 |
| Q18 | 1.3331 | 0.6286 | 0.2286 | 0.2210 |

资料来源：根据国泰安数据库、公司年报、中国造纸业协会数据计算整理

表 5.17 造纸企业 2017 年长期绩效评价指标熵值和熵权

| 准则层 | 权重 | 指标编号 | 熵值 e_j | 差异化系数 g_j | 熵权 ω_j |
|-------|------|------|----------|-------------|---------------|
| 财务绩效 | 盈利能力 | Q1 | 0.6018 | 0.3982 | 0.0486 |
| | | Q2 | 0.6225 | 0.3775 | 0.0461 |
| | | Q3 | 0.4534 | 0.5466 | 0.0667 |
| | | Q4 | 0.5081 | 0.4919 | 0.0600 |
| | 偿债能力 | Q5 | 0.6087 | 0.3913 | 0.0477 |
| | | Q6 | 0.6235 | 0.3765 | 0.0459 |
| | | Q7 | 0.5738 | 0.4262 | 0.0520 |
| | 营运能力 | Q8 | 0.5193 | 0.4807 | 0.0586 |
| | | Q9 | 0.6216 | 0.3784 | 0.0462 |
| | | Q10 | 0.6110 | 0.3890 | 0.0475 |
| 非财务绩效 | 发展能力 | Q11 | 0.5627 | 0.4373 | 0.0534 |
| | | Q12 | 0.3676 | 0.6324 | 0.0772 |
| | 市场开拓 | Q13 | 0.5704 | 0.4296 | 0.0524 |
| | | Q14 | 0.4662 | 0.5338 | 0.0651 |
| | 科技含量 | Q15 | 0.6193 | 0.3807 | 0.0464 |
| | | Q16 | 0.6179 | 0.3821 | 0.0466 |
| | 社会贡献 | Q17 | 0.2423 | 0.7577 | 0.0924 |
| | | Q18 | 0.6137 | 0.3863 | 0.0471 |

资料来源：根据 STATA16.0 计算结果整理

表 5.18 造纸企业 2017 年长期绩效评价指标欧式距离和相对贴进度

| 企业名称 | 最优距离 | 最劣距离 | 相对贴进度 | 排序 |
|------|--------|--------|--------|----|
| 晨鸣纸业 | 0.1803 | 0.1358 | 0.4296 | 3 |
| 太阳纸业 | 0.1245 | 0.1756 | 0.5852 | 1 |
| 山鹰国际 | 0.1291 | 0.1610 | 0.5551 | 2 |
| 博汇纸业 | 0.1881 | 0.0903 | 0.3243 | 4 |

资料来源：根据 STATA16.0 计算结果整理

根据上表 5.18 长期绩效综合评价结果，对四家上市公司 2017 年长期绩效状况由大到小进行排序：太阳纸业第一；山鹰国际第二；晨鸣纸业第三；博汇纸业第四。晨鸣纸业在参比企业中综合实力表现较差，与排名第一、第二的太阳纸业和山鹰国际差距较大。

2020 年部分造纸和纸制品企业长期绩效评价原始数据及计算结果如下表 5.19 和表 5.20 所示：

表 5.19 2020 年造纸企业财务绩效评价原始数据

| 指标编号 | 晨鸣纸业 | 太阳纸业 | 山鹰国际 | 博汇纸业 |
|------|---------|---------|--------|---------|
| Q1 | 0.0731 | 0.1272 | 0.0865 | 0.1469 |
| Q2 | 5.9069 | 3.3620 | 0.8425 | 4.3115 |
| Q3 | 0.2307 | 0.1944 | 0.1674 | 0.1706 |
| Q4 | 0.6023 | 0.4933 | 0.6432 | 0.4678 |
| Q5 | 0.2206 | 0.4594 | 0.0638 | 0.3411 |
| Q6 | 0.7183 | 0.5472 | 0.6208 | 0.6871 |
| Q7 | 13.6303 | 13.4218 | 7.5310 | 17.0961 |
| Q8 | 4.7722 | 6.4987 | 9.1169 | 8.1996 |
| Q9 | 0.3243 | 0.6335 | 0.5676 | 0.7203 |
| Q10 | 0.9795 | 1.1047 | 1.1568 | 1.1545 |
| Q11 | 0.0933 | 0.2550 | 0.3117 | -0.0608 |
| Q12 | 0.0007 | -0.0724 | 0.1382 | 4.7388 |
| Q13 | 0.0474 | 0.0321 | 0.0436 | 0.0264 |
| Q14 | 0.1368 | 0.2251 | 0.0794 | 0.1584 |
| Q15 | 0.0415 | 0.0246 | 0.0211 | 0.0200 |
| Q16 | 0.1516 | 0.1020 | 0.0781 | 0.0888 |
| Q17 | 0.0047 | 0.0045 | 0.0021 | 0.0024 |
| Q18 | 0.8473 | 0.2796 | 0.2454 | 0.1875 |

资料来源：根据国泰安数据库、公司年报、中国造纸业协会数据整理

表 5.20 造纸企业 2020 年长期绩效评价指标熵值和熵权

| 准则层 | 权重 | 指标编号 | 熵值 e_j | 差异化系数 g_j | 熵权 ω_j |
|-------|------|------|----------|-------------|---------------|
| 财务绩效 | 盈利能力 | Q1 | 0.5377 | 0.4623 | 0.0556 |
| | | Q2 | 0.6047 | 0.3953 | 0.0476 |
| | | Q3 | 0.4414 | 0.5586 | 0.0672 |
| | | Q4 | 0.5871 | 0.4129 | 0.0497 |
| | 偿债能力 | Q5 | 0.5922 | 0.4078 | 0.0491 |
| | | Q6 | 0.5397 | 0.4603 | 0.0554 |
| | | Q7 | 0.6119 | 0.3881 | 0.0467 |
| | 营运能力 | Q8 | 0.5924 | 0.4076 | 0.0491 |
| | | Q9 | 0.6149 | 0.3851 | 0.0463 |
| | | Q10 | 0.6179 | 0.3821 | 0.0460 |
| 非财务绩效 | 发展能力 | Q11 | 0.5941 | 0.4059 | 0.0488 |
| | | Q12 | 0.1979 | 0.8021 | 0.0965 |
| | 市场开拓 | Q13 | 0.5657 | 0.4343 | 0.0523 |
| | | Q14 | 0.5981 | 0.4019 | 0.0484 |
| | 科技含量 | Q15 | 0.3804 | 0.6196 | 0.0746 |
| | | Q16 | 0.4859 | 0.5141 | 0.0619 |
| | 社会贡献 | Q17 | 0.5053 | 0.4947 | 0.0595 |
| | | Q18 | 0.6231 | 0.3769 | 0.0454 |

资料来源：根据 STATA16.0 计算结果整理

表 5.21 造纸企业 2020 年长期绩效评价指标欧式距离和相对贴进度

| 企业名称 | 最优距离 | 最劣距离 | 相对贴进度 | 排序 |
|------|--------|--------|--------|----|
| 晨鸣纸业 | 0.1577 | 0.1582 | 0.5007 | 1 |
| 太阳纸业 | 0.1490 | 0.1335 | 0.4725 | 3 |
| 山鹰国际 | 0.1873 | 0.1197 | 0.3899 | 4 |
| 博汇纸业 | 0.1507 | 0.1590 | 0.5134 | 2 |

资料来源：根据 STATA16.0 计算结果整理

根据上表 5.21 长期绩效综合评价结果，对四家上市公司 2020 年长期绩效状况由大到小进行排序：晨鸣纸业第一；博汇纸业第二；太阳纸业第三；山鹰国际第四。相较于前文已经纵向分析的 2017 年，2020 年是造纸企业充满挑战的一年，受国内外需求全面萎缩的影响，纸张需求市场下滑等多重挑战的影响，造纸龙头太阳纸业与山鹰国际长期绩效得分双双下降。四家企业中只有晨鸣纸业和博汇纸业绩效出现大幅上升，而博汇纸业是由于被金光集团收购，控制权发生转移，公司经营管理效率得到提升，绩效由此表现突出；晨鸣纸业则是由于归核化战略的实施在参比企业中综合实力表现却明显提升，这表明归核化战略对晨鸣纸业绩效产生了有利的影响。

6 结论及建议

6.1 研究结论

本文将归核化战略践行者晨鸣纸业作为研究对象，首先通过案例介绍对行业背景、晨鸣纸业发展概况、公司战略经营演变过程进行回顾；接着基于相关理论对晨鸣纸业归核化动因进行详细分析；其次按集中资源发展核心主业和剥离非核心副业两条路径梳理了归核化的来龙去脉；然后对归核化战略影响晨鸣纸业绩效的内在逻辑进行梳理，得出其中所蕴含机理；最后通过事件研究法对其短期绩效进行评价，通过熵权-TOPSIS 对晨鸣纸业 2017-2022 年各项财务绩效与非财务绩效进行分析，进而对其长期绩效进行评价。结论如下：

第一，晨鸣纸业进行归核化的动因主要是前期盲目多元化经营过度消耗公司有限资源，使其陷入危机和困境。长此以往，也使得主业无法在市场竞争中保持优势地位，甚至对公司核心业务产生负面影响。这些公司内部的负面影响往往会直接作用于外部资本市场，引起股价下跌，市值缩水。晨鸣纸业自 2019 年初起，便踏上了归核化战略的实施之路，采取扩张与收缩相结合的路径。一方面，在公司内部专注于提升专业化水平，在外部寻找资本加持，扩大海外市场。另一方面，结合自身实际情况，晨鸣纸业在利用资产剥离的方式收缩非核心业务和集中资源发展核心业务两端同向发力。

第二，通过分析归核化战略对晨鸣纸业绩效的影响机理，可以得出以下结论：首先，通过剥离非核心业务资产，晨鸣纸业持续性地压缩借款规模，不间断的获取现金流，有效降低了企业负债规模，优化了公司财务状况。其次，晨鸣纸业将剥离资产所释放的资源集中投入核心业务，并加大对研发和人力资本等关键资源的投入力度。这一策略不仅强化了公司的核心竞争力，还显著提升了其创新能力，同时也向市场传递了积极信号，增强了公司的可持续发展能力。最后，资产剥离后，晨鸣纸业能够更专注于剩余资产的运营，提升管理水平，加速资产周转，消除业务间的负协同效应，降低管理费用率，从而推动公司运营效率的提升。

第三，从事件研究法分析结果可知，晨鸣纸业归核化战略对短期绩效产生的影响应该分业务讨论。其中，剥离融资租赁业务取得了正向累计超额收益率，说明此项归核化行为符合市场预期；剥离采矿业务收获了负向的累计超额收益率，

说明市场对于该项归核化行为持有负面的态度，这与晨鸣纸业没有重视海鸣矿业剥离前的信息披露有关。尽管晨鸣纸业内部公告中对资产剥离的目的做了相关表述，但因其发布内容有限，投资者对其战略转型动因缺乏具象认知。因而在短期内，投资者做出了消极回应。

第四，从熵权-TOPSIS 分析结果可知，首先，除了传统的财务绩效，非财务绩效在整个绩效评价体系中占比较大，在评价企业归核化绩效中应该加入非财务绩效指标。其次，晨鸣纸业归核化战略总体上对长期绩效有一定程度的促进作用。除了剥离高毛利融资租赁业务后盈利能力下降之外，不管是财务绩效中的偿债能力、营运能力和发展能力，还是非财务绩效评价中的市场开拓能力、科技含量以及社会贡献，在进行归核化后得到提升，说明归核化战略对改善企业财务状况，提升运用效率，增强核心竞争力等方面做出了贡献。最后，也要看到归核化期间晨鸣纸业偿债能力、发展能力及社会贡献的表现呈现先升后降趋势，对企业长期绩效造成负面影响，归核化战略后劲不足。

6.2 相关建议

为了进一步强化归核化战略实施的积极效果，根据前文晨鸣纸业归核化战略实施的短期绩效与长期绩效变动情况，本文提出相关建议。

6.2.1 找准企业竞争优势

晨鸣纸业归核化剥离高毛利融资租赁业务，加之主业造纸及纸制品行业具有典型的周期性特征，库存周期、产能周期和需求周期三期共振，受宏观经济影响较大，盈利能力表现不佳。造纸及纸制品行业有句行话叫“得浆者得天下”，其深刻揭示了当前造纸行业正面临着行业集中度的逐步提升以及林浆纸产业链垂直整合的双重机遇。这一趋势不仅反映了行业的竞争态势正在发生深刻变化，也预示着行业未来的发展方向将更加注重资源的整合与优化。这为晨鸣纸业日后发展方向提供了重要线索。晨鸣纸业作为国内最先布局“浆纸一体化”的造纸企业之一，由于过度多元化经营策略的不当实施，公司逐渐在造纸业中的绝对优势地位受到挑战。因此，面对新的市场发展机遇，晨鸣纸业当前亟需聚焦其核心优势资源，在制浆与造纸两大关键环节上齐头并进。通过深入研发创新产品，或积极

开拓新兴市场，以增强市场影响力。同时，晨鸣纸业应利用“浆纸一体化”成本优势，积极推进相关业务的拓展，不断培育新的核心竞争力，构建更为稳固、极具发展潜力的业务体系，最大限度提升企业抵御原材料上涨、市场需求不足等风险的能力。同时，也要持续地提升管理效率，降低企业生产经营活动中的各项成本。为了企业长久健康运营，既要保证充分发挥成本优势，也要避免“杀鸡取卵式”的短视行为。具体可通过预算的方式，诸如研发投入、设备投资、营销及品牌建设、员工福利和培养等战略性支出进行有效侧重。

6.2.2 加强财务风险管理

晨鸣纸业虽然在归核化期间调整了债务结构，企业偿债能力短时间得到提升，但是其资产负债率一直明显高于同行业其他企业，短期流动性指标也表现不稳定这说明晨鸣纸业存在偿债风险，多元化经营导致的举债规模过大、负债期限错配问题影响深远。通过出售非核心资产来维持公司的现金流，短期内可以有效缓解偿债压力，但公司对资金的需求时间其实是很长的，所以晨鸣纸业应当多措并举地对目前公司资产负债比率进行调整，以降低筹措资金的成本和风险。

一是要拓宽融资渠道。在选择融资方式时，必须全面考量融资成本、偿还期限、风险程度等诸多限制因素。同时，要结合市场的客观环境以及企业的主观需求，力求选择那些融资成本较低且风险较小的筹资方式，从而有效减轻企业未来的利息负担，将子公司少数股权融资转换为上市公司权益性融资，降低公司偿债压力。二是要加强营运资金及现金流管理，平衡好融资规模和融资成本，合理规划长中短期融资，加强与大型国有银行中长期低成本融资业务的合作，确保资金链安全稳定。三是要加强资产管理，持续压缩融资租赁业务规模，处置低效资产、闲置资产，提高资产管理水平，保障公司稳健运营。

6.2.3 重视归核化前的信息披露工作

晨鸣纸业此次的采矿业务资产剥离行动，虽然在理论上有望带来企业结构的优化与核心竞争力的提升，然而从短期市场反应来看，其效果并未如预期般理想。这背后的主要原因，在于市场投资者对于此次资产剥离的真实目的以及被剥离资产未来的运营前景抱有较大的不确定性与疑虑。在晨鸣纸业所发布的公告中，关

于此资产剥离的深层次原因及长远规划并未得到详尽的阐述,这使得广大投资者在缺乏足够信息支撑的情况下,难以对其归核化战略转型的决策形成全面而深入的理解。因此,在短期内,市场对此举的反应偏向消极,这无疑对晨鸣纸业的股价与市场表现造成了一定的冲击。这一现象深刻地反映出,企业在实施归核化战略等重大决策时,与投资者之间建立充分的信息沟通与信任关系的至关重要性。归核化资产剥离,若仅仅出于追求短期财务绩效的考量,而忽视了对企业长期发展战略的深入思考与全面布局,那么其最终效果往往会适得其反,不利于企业的持续健康发展。

一般而言,企业在决定进行归核化资产剥离之前,应当通过公告等渠道,充分披露其决策的真实动因、战略考量以及对未来业绩影响的预期。同时,还需要用通俗易懂的语言,向投资者解释资产剥离在归核化战略转型中的具体定位及其对企业未来发展的积极影响。这样做不仅有助于减少企业与投资者之间的信息不对称,更能增强投资者对企业的信心与认同,从而吸引更多资本投入,为企业的长远发展注入强劲动力。

6.2.4 加强技术水平和环保治理能力

造纸及纸制品行业属于高耗能高污染行业,行业相关部门发布的政策经历了从“调整结构”到“可持续发展”再到“绿色制造”的转变。行业高质量发展定位为创新驱动的科技产业、责任导向的绿色产业,以及可持续发展的制造产业。在此定位下,晨鸣纸业归核化方向应该明确。其一,重视科技创新,实现驱动变革。持续创新能够使得产品质量稳定可靠,让品牌具备竞争力。同时,企业应该具备先进的技术基础,建立一流的质量管理标准;其二,坚持绿色发展道路,提升环保治理能力。要促进污染物超低排放,牢固树立“绿水青山就是金山银山”的发展理念,着力发展绿色低碳过程技术及装备,全产业链推广节能降耗先进技术。实现原材料资源高效高值利用,建设完善回用纤维的回收再利用体系,不断研发绿色产品;其三,逐步实现智能生产,建设智能工厂。

6.3 研究不足

归核化战略为陷入盲目多元化的企业提供了一条可供选择的路径,其中绩效优化问题对于增强企业的稳健性与长远发展的重要性也不言而喻。本文在深入剖析晨鸣纸业归核化战略时具有一定的价值,但仍存在一些不足之处。一方面,案例企业晨鸣纸业归核化战略实施仅有四年时间,从战略研究角度而言,时间跨度较短,相关研究有待跟进。另一方面,本文根据企业公开报告对晨鸣纸业的归核化绩效进行分析,部分结论难免存在推断性质,未来需要进一步检查验证。

参考文献

- [1] Aghion P, Tirole J. Some implications of growth for organizational firm and ownership structure[J].European Economic Review,1995,(39):440-455.
- [2] Andrei S, Robert W V. The take over wave of the 1980s[J].Journal of Applied Corporate Finance,1991,8(4):49-56.
- [3] Andreou P C , Doukas J A , Koursaros D ,et al. Valuation effects of over confident CEOs on corporate diversification and refocusing decisions[J].Journal of Banking & Finance,2019,100(5):182-204.
- [4] Berger P G, Ofek E. Causes and effects of corporate refocusing programs[J]. Review of Financial Studies,1999,12(2):311-345.
- [5] Bernardin H J. An analytic framework for customer-based performance content development and appraisal[J].Human Resource Management Review,1992,2(1): 81-102.
- [6] Campbell J P, McCloy R A, Oppler S H, et al. A Theory of Performance[M]. 1993.
- [7] Charles L. The transformation of a BCT through excess property divestiture[J]. Army Sustainment,2016,(4):86-88.
- [8] Drnevich P L , Mahoney J T , Schendel D .Has strategic management research lost its way?[J].Strategic Management Review,2020,13(7):57-79.
- [9] Fan P .Equity carve outs, dual directors, and internal labor markets[J].2022, 14 (7):223-241.
- [10]Garcia A, Arimanyserrat N, Salazar C U et al. Web communication of CSR and financial performance: a study of catalan meat companies[J]. Intangible Capital, 2016, 12(2):391.
- [11]Gonul C. Diversification, refocusing and firm value[J].European Financial Management,2010,16(3):422-448.
- [12]Hoskisson R E,Turk T A.Corporate restructuring:Governance and control limits of the internal capital market[J].Academy of Management Review, 1990, (15): 459-477.
- [13]Kane J S. The conceptualization and representation of total performance effec-

- tiveness[J].Human Resource Management Review,1996,6:123-145.
- [14]Katchova A L. The farm diversification discount[J].American Journal of Agricultural Economics,2005,87(4):984-994.
- [15]Lang L, Poulsen A, Stulz R. Asset sales, firm performance, and the agency costs of managerial discretion [J].Journal of Financial Economics,1995,37(1):3-37.
- [16]Lee, Jeong, Woo. Development of an evaluation frame work of production planning for the shipbuilding industry[J].International Journal of Computer Int-egrated Manufacturing,2018,31(9):94-96.
- [17]Lauwo S , Kyriacou O , Otusanya J. When sorry is not an option: CSR reporting and 'face work' in a stigmatised industry - A case study of Barrick (Acacia) gold mine in Tanzania[J].Critical Perspectives on Accounting,2019,12(5):57-69.
- [18]Markides C C. Corporate refocusing and economic performance[D].Unpublished Doctoral Dissertaion, Harvard Business School,1990.
- [19]Michelle H, Thompson S, Wright M. The determinants of corporate divestment: evidence from a panel of UK firms[J].Journal of Economic Behavior and Organization,2003,52(1):147-166.
- [20]Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J].Journal of Financial Economics, 1984,13:187-221.
- [21]Omoyajowo K O, Amiolemen S O , Babalola O O ,et al. Refocusing the corporate social responsibilities of multinational enterprises on the united nations' sustainable development goals[C].Mobilizing Momentum for Achieving Sustainable Development Goals in Africa,2019.
- [22]Okafor A. Refocusing on the success enabling factors in mergers and acquisitions [J]. European Scientific Institute,2019,23(16):11-34.
- [23]Pearce J A, Patel P C. Reaping the financial and strategic benefits of a divestiture by spin-off[J].Business Horizons,2021,8(2):45-66.
- [24]Pralhalad C K, Hamel G. The core competence of the corporation[J].Harvard Business Review,1990,68:275-292.
- [25]Rabinovich J. The financialization of the non-financial corporation.A critique to the financial turn of accumulation hypothesis[J].Metro Economic,2019,21(8):

- 68-86.
- [26]Rahmaniar, Maharani P. The simulation computer based learning(SCBL)for short circuit multi power system analysis[J].Journal of Physics:Conference Series,2016, 970(1):132-138.
- [27]Safaei G, Khalili E. Applying fuzzy MCDM for financial performance evaluation of Iranian companies[J].Technological and Economic Development of Economy, 2014,20(2):274-291.
- [28]Schommer M, Richter A, Karna A. Does the diversification firm performance relationship change over time? A meta-analytical review[J].Wiley,2019,8(1):24-51.
- [29]Shleifer A,Vishny R W. Takeovers in the 60 's and the 80 's:Evidence and Implications[J]. Strategic Management Journal,1991,(12):51-59.
- [30]Siegel P A,Hambrick D C. Pay disparities within top management groups: Evidence of harmful effects on performance of high-technology firms[J]. Organization Science,2005,16(3):259-274.
- [31]Spence M. Competitive and optimal responses to signals: An analysis of efficiency and distribution[J]. Journal of Economic Theory,1974,7:296-332.
- [32]Tokbolat Y, Le H, Thompson S. Corporate diversification, refocusing and shareholder voting[J].International Review of Financial Analysis,2021,78(6): 128-136.
- [33]Wernerfelt B. A resource-based view of the firm[J].Strategic Management Journal, 1984,5(2):171-180.
- [34]Zuckerman E W. Focusing the corporate product:Securities analysts and de-diversification[J].Administrative Science Quarterly,2000,(45):591-619.
- [35]陈波,王建华,寇顺利等.大型造纸企业绩效评价体系探索[J].中华纸业,2011, 32(15):48-53.
- [36]崔世娟,孙利,蓝海林.我国企业重组与重组绩效关系研究评述[J].管理观察,2009(16):83-84.
- [37]崔世娟,郑建存,蓝海林.中国企业归核化战略影响因素实证研究[J].深圳大学学报(人文社会科学版),2010,27(4):65-71.
- [38]冯灿仪.论归核化战略的扩张途径——兼谈对我国企业战略重组的启示[J].南

- 方经济,2008,(5):74-80.
- [39]冯灿仪.论归核化战略的收缩途径——兼谈对我国企业战略重组的启示[J].企业经济,2010(9):14-18.
- [40]付彦,徐二明,彭诚.企业归核化战略的市场价值效应和启示——基于中国上市公司的实证分析[J].经济与管理研究,2015,36(6):121-128.
- [41]傅贤治.企业竞争力结构与核心竞争力的形成[J].经济管理,2001(12):19-22.
- [42]郭蓉,陈欣儒.资源与压力约束框架下绩优企业战略调整方向选择[J].财会月刊,2021,(12):129-137.
- [43]侯莉颖,张崩,陈彪云.归核化经营与绩效关系研究——基于上市地产公司的实证分析[J].管理现代化,2012,(4):94-95+24.
- [44]贺亮才.资源型企业多元化战略及其相关匹配性问题研究[J].改革与战略,2007(11):126-128.
- [45]花俊国.基于波特“钻石模型”的奶牛养殖企业市场生态环境分析[J].中国乳品工业,2012,40(6):43-46.
- [46]贾良定,张君君,钱海燕等.企业多元化的动机、时机和产业选择——西方理论和中国企业认识的异同研究[J].管理世界,2005(8):94-104.
- [47]蒋智毅,矫桂兰.多元化与归核化的利弊及实施策略[J].企业活力,2006(11):10-11.
- [48]赖志杰,任志宽,李嘉.新型研发机构的核心竞争力研究——基于竞争力结构模型及形成机理的分析[J].科技管理研究,2017,37(10):115-120.
- [49]梁文潮,占保朝.企业归核化战略剖析[J].商业时代,2008(25):41-43.
- [50]刘鑫.企业“归核化”战略及其对我国企业的启示[J].东北财经大学学报,2004(5):12-15.
- [51]罗良忠,贾志永.企业“归核化”战略及其实现途径[J].西南交通大学学报(社会科学版),2003(3):32-35.
- [52]骆希亚.多元化战略转向归核化战略实施的影响机制分析[J].湖北经济学院学报(人文社会科学版),2021,18(4):57-61.
- [53]毛蕴诗,舒强.以剥离为特征的全球性公司重构及其对中国企业的启示[J].华南理工大学学报(社会科学版),2003(4):64-69.
- [54]彭睿,綦好东,亚琨.国有企业归核化与风险承担[J].会计研究,2020,(7):104-118.
- [55]蒲明.跨国公司归核化战略及对我国企业的启示[J].黑龙江社会科学,2007(6):8

3-85.

- [56]任倩.基于突变级数法的造纸企业财务绩效评价——以晨鸣纸业为例[J].中国林业经济,2023(5):108-112.
- [57]申一飞.我国零售企业多元化和归核化战略的选择——基于上市零售企业的实证研究[J].商业经济研究,2018(12):132-135.
- [58]时军,韩莹.财务危机下吉林化纤归核化战略路径研究[J].财会通讯,2022,(2): 101-106.
- [59]苏敬勤、张雁鸣、林菁菁.新兴国家企业选择专业化战略的情境识别及机制探讨——基于深圳企业的多案例研究[J].管理评论,2020(1):309-323.
- [60]苏昕,刘昊龙.多元化经营对企业绩效的影响——高管持股的调节作用[J].经济问题,2017(4):100-107.
- [61]孙戈兵,胡培.多元化与归核化战略转换及其价值效应[J].财经问题研究,2013,(5):16-23.
- [62]汤谷良.归核化还是多元化——民企投资战略绕不开的结[J].财务与会计,2008,(10):37-38.
- [63]王桂男.归核化战略实施路径及财务效果研究[D].内蒙古大学,2018.
- [64]王正斌,洪安玲.我国上市公司分拆行为的分析与思考.管理世界,2004,(5):138-139.
- [65]魏光兴.依托核心能力的经营结构调整战略[J].经济论坛,2004(07):57-58+67.
- [66]魏光兴,彭贇.归核化战略及其实施方式和时机选择[J].重庆交通学院学报(社会科学版),2004(2):46-48.
- [67]席思国.企业归核化战略及其对我国企业的启示[J].南开管理评论,2002(6):35-38.
- [68]肖海莲,巫岑.归核化、R&D投资与企业绩效[J].管理现代化,2016,36(4):70-74.
- [69]胥朝阳,李怡楠,赵晓阳等.中国食品有限公司连续性资产剥离的创值效应研究[J].财会通讯,2021,(12):111-122.
- [70]徐高彦,王晶.多元化程度与盈余持续性:机会抑或威胁?[J].审计与经济研究,2020,35(4):105-115.
- [71]徐天舒.企业社会责任对企业竞争力影响的实证检验[J].统计与决策,2020,36(09):164-168.
- [72]严复海,李焕生.我国企业资产剥离研究综述.财会通讯,2014:105-107.

- [73]杨继福.论归核化战略基本途径对我国企业重组的启示——以万科集团的归核化战略为例[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2010(5):79-83.
- [74]杨晓峰,杨晓荣.中国企业核心竞争力经典[M].经济科学出版社,2003.
- [75]张画眉.归核化战略下企业内部资本市场运作——以云南白药为例[J].财会通讯,2019,(26):8-11.
- [76]张建红.多元化战略:概念、动因与关注问题探讨[J].财会研究,2009(18):76-77.
- [77]周杰,薛有志.基于归核化战略实施保障的公司治理优化研究——来自董事会结构的经验证据[J].管理评论,2012,24(10):125-132.
- [78]周茜,胡玉明,陈晓敏.归核化能否提升企业绩效:基于中国资本市场的经验研究[J].财会通讯,2012,(3):111-114+161.

后 记

在兰州财经大学的这三年，我成长颇多。尤其是在思考问题和写作方面有了一个质的提升，这得益于学院的培养和老师的教导，在此向他们表达真挚的感谢。最应该感谢的是我的导师，从论文选题、开题至今到论文完成，老师都悉心指导，帮助我搜集资料，耐心地为我的答疑解惑。感谢会计学院的所有老师，在上专业课期间我从他们身上学到了很多，不仅是知识，更是为人处世，这些都将成为我宝贵的精神财富。

感谢我的舍友，我们一起生活、一起学习、一起参加比赛，因为有你们我才可以在这三年的时光里保持向上的干劲，向阳的生命力。彼此关心、互相爱护，让宿舍也有了家的感觉。

感谢我的来自不同专业的同门，每一次组会、每一次课题，都是一次思想的碰撞，学习上的帮助，生活中的关心，让我倍感温暖。感谢已经毕业的师兄师姐们，以及刚刚入校的师弟师妹们，他们看问题的角度、对问题的分析都让我受益匪浅。

感恩我的家人，在夸奖和鼓励中一路走来，让我养成了积极乐观的心态。在理解与尊重中成长，在爱与被爱中走向未来。

最后写给自己也写给无数个像我一样的你们，现在正在经历迷茫与彷徨，我们无法否认总会有比自己优秀的人存在，也避免不了比较与被选择。我坚信只要充满希望的前进，带着理想，带着善良，带着能够带着的一切，永远向上。祝自己的未来平坦，也希望读到这篇文章的你一切顺利！