

doi:12.3969/j.issn.1672-0598.2012.05.011

战略财务弹性与企业价值:建模与实证^{*}

龚 婷

(南京师范大学商学院,江苏南京210046)

摘要:本文引入战略财务弹性的概念,利用动态能力的战略管理分析框架和实际数据,从理论和实证两个方面剖析和测度企业财务的动态能力,得到战略财务弹性的三个能力因子,即与财务相关的企业位势、财务管理路径和财务管理过程。实证结果表明,战略财务弹性能够更好地刻画企业财务的应变能力,并且对企业价值有着显著的正向作用。

关键词:动态能力框架;战略财务弹性;企业价值

中图分类号:F272.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-0598(2012)05-0063-08

财务的应变能力是感知到未来的发展趋势并且迅速组织企业或者财务系统的变革来应对环境变化的能力^[1]。Soku Byoun^[2]将其定义为一个企业在面对未来的不确定事件时调动其财务资源进行防御和开发,从而最大化企业价值的的能力。为了更好地理解,本文将引入动态能力的理论,从新的视角将企业的财务带入战略层次。

一、理论综述

(一)对财务应变能力的两种理解

目前见到的理解和研究主要有两种。一种是报表中所反映的财务适应能力——财务弹性。一般的做法是从现金流量表中获得反映企业现金流量充裕程度的指标,并进一步构建财务危机预警体系^[3],如现金股利保障倍数、资本购置比率、全部现金流量比率和再投资现金比率等。韩鹏^[4]认为,财务弹性包涵两方面的能力:满足必要债务支付的能力和把握未来投资机会的能力,能力来自动态的现金流量和静态的现金持有量需要的比

较。作者利用财务报表中的数据计算出九个相关变量,使用因子分析以及主成分分析,获得了财务弹性的一个综合评判指标,并证明高的财务弹性能够优化财务杠杆,从而提升企业的价值。作者同年的另一篇文章证明^[5],中小企业之所以要保持财务弹性是为了避免未来对外部融资的“饥饿”需求。Gamba和Triants^[6]认为,高财务灵活性公司的价值高于低财务灵活性公司,财务灵活的公司能够在面临有利可图的机会时以低成本投资。黄世忠^[7]将财务弹性理解为企业对市场机遇及市场变逆的应变能力,用根据现金流量表计算的现金转化周期衡量财务弹性,并以戴尔、沃尔玛、苏宁和国美为例进行了比较。但是现金流量表记录过去一年的经营情况,报表中并没有能够体现出更多的比如迅速做出反应的能力。正如葛家澍、占吴松^[8]的文章中所说,要得到财务弹性的信息,既要根据企业的财务报表又要离开财务报表去了解企业的一些无形资产,如声誉、信用等

^{*} [收稿日期]2012-06-12

[作者简介]龚婷(1988—),女,安徽六安人;南京师范大学商学院金融学专业硕士研究生。

级和融资能力,它既包括了现实的能力,又包括了潜在的能力。

另一种理解是,当企业处于激烈的竞争环境中时,使得企业在竞争对手之前做出调整的能力,是企业无法被模仿的特有资源^[9]。国内的邓明然^[10]首次将Slack^[11]的柔性理论应用到财务管理中,提出了财务柔性的概念。他认为,企业应当具有财务管理的柔性以应对宏观、微观环境的影响造成的财务管理中的筹资、投资、资金营运和利润分配等活动的不确定性。该概念提出之后得到了学者的广泛发展,财务柔性的概念被分别应用到筹资、投资、营运资本、收益分配等具体的财务管理活动中^[12],并发展出了量化的方法^[13]。但是,需要明确指出的是,财务柔性偏重于组织的柔性管理,尤其是没有放入战略中进行考虑,而企业财务管理的发展趋势是从“账房先生”成为企业决策者,参与到企业的战略决策中来^[14]。因而,我们引入动态能力,构建战略财务弹性指标,从战略管理的角度对财务适应能力进行更全面的理解和把握。

(二) 动态能力分析框架

本文使用的动态能力的分析框架,主要来自于Teece^[15]对企业战略管理的思考。他认为,企业的动态能力分为三个组成部分——位势、路径和过程。

位势,是企业各方面资源所处的位置,包括内部位势和外部位势。内部位势与一个企业可获得的特定资源有关,比如财务资源、技术资源、声誉资源和结构资源等,这些都是每个企业所特有的东西。外部位势则与企业外部的市场资产相关。路径,被定义为过去演化形式的模式,决定了企业现在所处的位置。同样,企业未来的走向依赖于目前的路径及其形成的力量。从演化的角度看,这是任何一个组织都会有的惯性,它可以提高组织运行的效率,也可能会因为对组织变革的阻碍而必须被打破。过程,是一个组合的概念。一方面,过程用于协调和整合有用的资源,这通常是静态的要素。另一方面,过程意味着组织的学习和知识的转换。这两个方面是确保组织持续的适应和变化的动态要素。动态能力是战略管理的较新

的研究方向,弥补了核心竞争力理论的不足,是关于企业战略的一个好的分析工具。

Teece^[16]的这种分析已经被广泛使用并接受^[17],但是,目前对动态能力的研究都是基于企业整体而无特指的某一方面,由此也使得其概念不清晰,并且也难以实证^[18]。因此,我们将动态能力的分析框架应用到企业具体的财务方面,通过建立评价指标体系,分析企业财务应变能力的来源,从而更好地理解 and 剖析并增加其实际应用的价值。

二、基于动态能力理论的财务应变能力——战略财务弹性

虽然 Teece 的研究对象是企业整体,但是他的确为我们提供了一种动态的分析框架。本文将战略财务弹性定义为企业动态能力的一个方面,是企业感知环境变化趋势,对财务做出迅速协调和重整以支持企业适应性变化的能力。

(一) 财务相关的企业位势

企业财务方面对危机的避免和对机会的把握主要来自于以下特有资产:第一,财务弹性。区别于本文的战略财务弹性,这里的财务弹性是一般对财务应变能力的理解,即企业的现金流量满足资金需求的程度,它代表了企业筹资对内外环境的反应能力、适应程度及调整余地。保持适度的财务弹性是企业灵活应对资本市场变动的必要条件,是运用财务杠杆获取收益的前提,是调整融资规模、融资结构的基础。第二,声誉。其对企业财务应变能力的帮助在于它提供了一种好的信息,往往比企业真正情况更好。投资者的信心增加,从而在未来机会到达时,能够通过高的声望和高的信用筹集到足够的资金,防止财务成为企业发展的制约。第三,市场地位,表现在企业的市场份额等方面,意味着议价能力。买方市场地位高,意味着高的应付账款和低的原材料价格,从而无偿地占用供货商的资金。卖方市场地位高则表现为高的预售款项和高的产品价格,占用了购买者的流动性。第四,组织结构。财务管理系统的组织柔性多是定性研究企业的管理制度、管理程序、沟通、系统文化等。组织层级的复杂与简单程度影响信息的传递和反应速度,因而在迅速变化的环

境中是非常重要的。信息传导、企业资源的整合和重构等活动都需要组织柔性的支持,否则无法在竞争者之前完成转变的过程。第五,财务技术。如企业特有的成本管理战略、纳税技巧、预算控制、风险管理等。第六,制度环境。制度并非单独企业之间各不相同的特有资产,而是不同项目、不同行业或是不同国家间的企业所特有的资产。比如,对节能减排的支持可能会帮助致力于节能的企业更容易获得项目的资金,提高筹资能力。

(二) 财务管理路径

财务上的应变能力部分取决于过去对财务问题的处理习惯。演化经济学指出,任何一个组织都具有组织惯性^[19],企业未来的发展方向取决于其过去走过的道路和未来可以选择的机会,因而企业处理财务问题的惯性将影响其应变能力的高低。路径依赖是任何组织都无法回避的问题。在面对新出现的财务问题时,并不会如微观经济学经典理论所述,每次都进行最优化分析,而是只要不超出惯例的范围,就会按照惯例行事,因为惯例可以减少组织决策的复杂性以及协调和监督成本。动态能力理论认为企业过去的投资和历史上形成的惯例会影响到未来的行为,企业财务上的适应能力部分取决于过去的积累,即以往财务报表中体现的适应能力。尤其在高速变动的环境中,企业通常按直觉办事,而打破惯例则是变革所需要的过程。因此我们考量企业的财务适应能力时就一定要把过去的情况包含进来。

(三) 财务管理过程

过程,是指企业整合和配置内部和外部资源,以适应环境的变化。财务适应力作为一种动态能力要求企业能够:

与其他单位合作。企业想要在财务上有更好地适应环境的变化,就需要同其他单位合作,比如同金融机构、供应商、销货渠道进行战略合作,拓展资金来源,分散经营风险。

学习。包括组织的和个人的学习和经验积累。我们为了考量财务上的动态能力,将其限定在财务知识的水平上,包括组织内个人的财务管

理经验以及以往的处理事情的情况等,它将引导企业形成处理财务问题的管理体系,并且财务上的认知能力将在企业的领导决策中起到非常重要的作用。

快速的组织变革和调整。在迅速变换的环境中,企业必须能够提早感知变革的需要,然后比竞争对手更快地改变资本结构、内部和外部的资源。通过财务预警方式可以发现企业自身与环境是否匹配,与适应环境时的企业情况之间的差距,从而更早发现问题并及时调整。

三、战略财务弹性的测度

只有被量化了的东西才能方便准确地被管理和执行,而动态能力的分析一般只能使用调查问卷的方式^[20],或者被限制在理论层面,阻碍了研究发展。因此本文尝试建立便于获得的指标体系,提高动态能力这种分析范式的实用性。首先根据以往的研究找到一般理解的财务弹性的影响因素,用主成分分析的方法得出财务弹性的一个综合评价指标。然后从包括财务弹性在内的共九个指标中提取公因子,找到这些指标的潜在影响因素,最终得到三个能力因子的分别评价以及表现战略财务弹性的综合得分,并进一步把战略财务弹性放在企业价值的影响因素分析模型中,以更清晰的方式体现战略财务弹性的地位。

(一) 样本的选择及数据的处理

本文选取2009年上证交易所A股正常上市的制造业上市公司作为分析对象,共391家。剔除数据不全以及数据异常^①的样本,最终选择310家上市公司。数据来源为上市公司年报以及锐思金融数据库。

(二) 财务弹性的综合评价

参考黄世忠对财务弹性的理解,选择现金流量充裕率(X_1)、经营性现金流量对资本支出的比率(X_2)、现金流量利息保障倍数(X_3)和经营性现金流量对流动负债的比率(X_4)来计算。在SPSS13.0中对310个样本的四个变量做主成分分析以获得对四个指标的综合评价,为了充分利

① 数据异常的公司通过SPSS13.0自动筛选。

用信息,提取全部的四个主成分,其表达式为:

$$\begin{aligned}
 Y1 &= 0.5686ZX1 + 0.4576ZX2 + \\
 & 0.4429ZX3 + 0.5357ZX4 \\
 Y2 &= -0.1682ZX1 + 0.6705ZX2 - \\
 & 0.6038ZX3 + 0.2009ZX4 \\
 Y3 &= 0.1426ZX1 + 0.5329ZX2 + \\
 & 0.2506ZX3 - 0.7951ZX4 \\
 Y4 &= -0.7934ZX1 + 0.2698ZX2 + \\
 & 0.5090ZX3 + 0.1987ZX4
 \end{aligned}$$

其中, $ZX1 \sim ZX4$ 是 $X1 \sim X4$ 标准化之后的结果, $Y1 \sim Y4$ 为全部的主成分,获得的权重分别是 0.5603、0.2235、0.1204 和 0.0958。因此财务弹性的综合评价指标 $F1$ 就可以计算出来:

$$\begin{aligned}
 F1 &= 0.5603Y1 + 0.2235Y2 + \\
 & 0.1204Y3 + 0.0958Y4
 \end{aligned}$$

财务弹性的基本情况如表 1 所示:

表 1 财务弹性基本情况

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
财务弹性	310	-1.8002	4.4352	0	0.7918
Valid N	310				

(三) 战略财务弹性的因子分析和综合评价

本文选择的度量战略财务弹性的九个指标之间可能存在不能直接观察到但对可观测变量的变化起支配作用的潜在因子,因此本文将使用因子分析从中提取这些隐含的影响因素,建立因子模型。这初始的九个变量分别为:财务弹性、财务杠杆、筹资成本、公司成立时间、重组次数、以往现金转化周期的均值和标准差、管理层会计师占比、利润操纵比率^①和违规处理得分。财务弹性为上一部分计算的综合评价得分($F1$),财务杠杆为企业的资产负债率,筹资成本为加权平均资本成本,公司成立时间和重组次数在锐思数据库中直接获得,现金转化周期为应收账款周转天数加存货周转天数再扣除应付账款周转天数的差,违规处理

得分是由于违规操作而被处理的次数的相反数。其中,由于财务杠杆、筹资成本、现金转化周期均值和标准差都是成本型指标,故对其取倒数使之正向化以便于分析结果的经济含义。

在 SPSS13.0 中,通过因子分析获得旋转后的因子载荷矩阵如表 2 所示:

表 2 因子载荷矩阵

	Rotated Component Matrix		
	Component		
	1	2	3
财务弹性	0.855	-0.206	-0.005
筹资成本	0.565	0.321	0.028
公司成立时间	0.093	0.702	-0.07
重组次数	-0.08	0.699	-0.147
现金转化周期均值	0.036	0.024	0.834
现金转化周期标准差	0.007	-0.109	0.805
管理层会计师占比	0.186	0.171	-0.028
利润操纵比率	0.032	0.021	-0.24
财务杠杆	0.916	-0.102	-0.053
违规处理得分	0.025	-0.541	-0.05

观察表 2 发现,可以将财务弹性、筹资成本、财务杠杆和管理层会计师占比归于第一个战略财务弹性的能力因子,这四个指标都体现了企业在财务上的位势,即特有的资源。其中,财务弹性是一般用来分析财务适应能力的理解,它表现了现金的充裕程度;筹资成本在某种意义上是企业市场地位的变现,地位高的企业能够以更低的成本获得资金;财务杠杆的倒数,可以作为潜在负债能力的表现;管理层会计师占比则是财务技术资源的体现。提取的第二个能力因子主要包括公司以往的现金转化周期均值、现金转化周期的标准差和违规处理得分,都体现了企业过去的财务管理情况。其中,现金转化周期体现了企业占用别人资金的能力,周期越小越好,能达到负值最好,因

① 使用锐思数据库提供的利润操纵比率 m_8 的计算公式: $m_8 = -4.84 + 0.920 \times \text{应收账款销售指数} + 0.528 \times \text{销售毛利率} + 0.404 \times \text{资产质量指数} + 0.892 \times \text{销售增长指数} + 0.115 \times \text{折旧指数} - 0.172 \times \text{经营管理费用指数} + 4.697 \times \text{应计费用指数} - 0.327 \times \text{杠杆指数}$ 。

为负的现金转化周期相当于企业能够通过占用无成本地获得资金。现金转化周期的方差越小,则说明企业的财务与外界环境的关系不大,能够在环境改变时保持长期稳定。而违规处理得分则体现了企业过去财务管理的规范性。第三个能力因子包括公司成立的时间、重组的次数和利润操纵比率,以公司的经营经验、财务管理经验和内部治理状态作为企业学习能力、组织效率的代表。企业存在的时间越长,重组的经验越丰富,其对财务的管理能力就越强,财务管理的组织效率就越高,并且利润操纵程度越低,企业内部财务治理越完善。我们将这三个因子分别称为“财务位势”因子、“财务路径”因子和“财务过程”因子。这三者的综合即为本文所定义的战略财务弹性,其可以通过因子得分的综合来测算。

SPSS 软件中可直接获得各个因子的得分,将三个因子记为变量 $FACTOR_1$ 、 $FACTOR_2$ 、 $FACTOR_3$,方差贡献率分别是 0.1949、0.1636 和 0.

1262,计算出的综合因子得分记为 $F2$:

$$F2 = 0.1949FACTOR_1 + 0.1636FACTOR_2 + 0.1262FACTOR_3$$

至此,本文就得出了基于动态能力的战略财务弹性的测度模型和指标 $F2$,它代表了企业财务方面的动态能力,包括路径、过程和位势三个方面。并且在计算过程中还得到了每个企业在财务适应能力的三个方面的分别得分,表 4 列出了部分上市公司的战略财务弹性相关指标情况。

表 3 财务弹性基本统计结果

		Descriptive Statistics				
		N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
战略财务弹性		310	-0.487 1	2.490 2	0	0.284
Valid N		310				

注:负的财务适应能力指标值代表了低于均值的程度。

表 4 部分上市公司财务适应能力指标值

股票代码	财务位势	财务路径	财务过程	财务弹性	财务适应能力	托宾的 Q
600005	-0.494 66	-0.678 81	1.490 8	-0.201 9	-0.019 3	1.541 9
600019	-0.233 54	-0.852 8	2.707 33	0.016 2	0.156 6	1.390 3
600031	-0.356 07	-0.370 79	-0.414 24	0.252	-0.182 3	4.110 5
600055	0.404 55	-0.372 23	-0.601 41	0.431 4	-0.057 9	2.695 7
600059	0.025 93	-0.363 12	-0.917 62	0.002 2	-0.170 2	2.950 4
600061	1.245 79	-0.347 68	0.184 73	0.178 2	0.209 2	6.466 1
600062	1.823 09	0.426 45	0.322 65	1.679 8	0.465 8	3.230 5
600063	-0.192 2	-0.410 7	0.149 31	-0.320 8	-0.085 8	1.632 7
600066	-0.145 84	0.451 8	0.763 21	0.219 6	0.141 8	2.580 5
600069	-0.212 09	1.332 72	-0.179	-0.389	0.154 1	1.776 9
600070	-0.089 45	0.327 55	0.019 14	-0.212 5	0.038 6	1.561 2
600071	1.1868 8	-0.129 79	-0.632 95	1.467 9	0.130 2	1.897 3
600073	-0.729 04	1.498 05	0.266 43	-0.709	0.136 6	2.410 2
600074	-0.408 81	0.135 38	-0.500 43	0.314 5	-0.120 7	2.180 5
600075	0.0385 3	0.998 54	-0.517 5	0.337	0.105 6	1.524 9
600078	-0.640 69	-0.045 77	0.675 69	-0.416 4	-0.047 1	1.791 2
600079	0.321 28	0.441 92	-0.600 18	0.200 3	0.059 2	2.430 5
600089	-0.195 9	1.043 72	-0.194 7	0.128 7	0.108	2.994 1

五、财务适应能力与企业价值

本文基于动态能力的对财务应变能力理解的拓展是否具有现实的意义,对提升企业的价值是否比财务弹性更有帮助,还需要进一步的分析和判断。因此,在控制住相关因素之后,以企业价值对财务弹性、战略财务弹性及其组成部分进行回归,以此来观察并证明基于动态能力的分析方法的科学性。

(一)变量的选择及回归结果

选择 Tobin's Q 作为公司价值的代表具有相对好的特质^①,因此用 Q 值作为被解释变量,另选取资产规模(总资产的自然对数)、经营能力(总资产周转率)和盈利能力(净资产收益率)作为控制变量做回归分析,下表列出了回归模型的基本结果。

表5 回归结果

	模型1	模型2	模型3	模型4	模型5	模型6	模型7	模型8
常数项	2.808 7***	2.814 8***	2.818 3***	2.826 5***	2.824 8***	2.809 3***	2.807 2***	2.863 8***
净资产收益率	0.206 3**	0.135 6	0.194 4**	0.237 8	0.143 0	0.210 9**	0.191 0**	
总资产周转率	0.208 3**	0.203 3**	0.194 6**	0.286 2**	0.219 9**	0.214 6**	0.251 9***	
资产规模	-0.791 0***	-0.736 7***	-0.781 1**	-0.613 5***	-0.688 6***	-0.792 9***	-0.739 5***	
财务弹性		0.293 7**						
战略财务弹性			0.796 9**					
财务位势				0.398 2***	0.354 0***			0.577 1***
财务路径				0.154 5*		0.095 5		0.149 4
财务过程				-0.201 1**			-0.159 8	-0.295 5***
Adjusted R ²	0.189 8	0.203 7	0.200 7	0.230 8	0.218 7	0.189 9	0.193 7	0.115 1
F 值	23.488 7	19.415 5	19.014 8	15.355 0	21.080 9	17.815 5	18.236 8	13.445 6
sig	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

注:表中的***、**、*分别表示模型系数在10%、5%、1%水平上显著;回归结果中调整后的R²值都比较小,这是因为本文选取的样本是截面数据,且样本量比较大,拟合优度的大幅下降是必然的,并不影响模型的分析判断^②。

(二)计量结果分析

一般认为,财务弹性过多或者过少对企业都不好,因为过少财务弹性的企业难以抵御环境的变化,可能导致财务危机,过多财务弹性也可能意味着资源浪费,即有着未使用的财务资源。但是通过模型1至模型3可以看到,一般的财务弹性指标以及从动态能力角度建立的战略财务弹性在企业价值的回归模型中都有着显著的正向作用。

对这个结论的解释,可能是为了保持竞争优势,用以应对变化的灵活性并不必然牺牲产量和质量^{[21][22]},并且由于经济环境存在的摩擦提高了财务弹性可以带来的价值^[23]。考虑到财务方面的特有资源、以往的情况以及财务管理的组织效率问题之后,模型2和模型3告诉我们,高的财务适应能力则能够明显地增加托宾的Q值。从系数看,战略财务弹性对托宾的Q值的影响大于—

① 郎咸平^[24]在他与 Rene M. Stulz 合作的论文《托宾的 Q、公司的多元化经营、公司业绩》中讨论了托宾的 Q 的好处,认为:“采用基于时点观察的、不需要风险调整的托宾的 Q 来度量公司业绩,避免了那些滞后方法的缺点”。

② 参见李子奈的“计量经济学模型的功能与局限”一文。

般的财务弹性,这就提醒我们必须重视财务动态能力在企业生存发展中的作用。

模型4至模型7说明了在控制住企业的盈利能力、运营能力和规模之后,战略财务弹性的三个组成部分分别对企业价值的影响。财务位势,包括财务弹性、筹资成本、财务杠杆的倒数和管理层会计师占比,对Q值有显著的正向作用;而企业价值与以往的财务适应能力的情况有微弱的正相关关系,与财务管理的经验和效率则有微弱的负相关。

对于系数不显著,本文认为要考虑到指标的选择问题。因为现有的资料只能得到企业在财务方面管理经验和组织效率的间接证据,指标体系的不完善使得本文使用的分析范式不能给出一个确切的答案。但是从模型比较的结果看,当三种能力同时出现在模型中时,不论是三者一并出现(模型4)或是归纳为战略财务弹性这一个指标(模型3),本文所建立的基于动态能力的战略财务弹性对企业价值都有明显的正向作用的。因此在分析企业价值的影响因素时,不仅要从战略的动态的角度关注企业财务抵御环境变化风险的能力,更要同时考虑其三个组成部分的状况及其对企业价值的贡献。

六、总结

对于企业财务对环境的应变能力一直有着不同角度的解释,本文将这个问题放在动态能力的理论框架中进行说明,对现有的财务适应能力的理解做出总结并指出其中存在的不足之处。通过分析,本文在理论上拓展了对企业财务应对环境风险能力的理解,将动态能力理论引入到更实际可观测的领域,是对动态能力理论的发展和深化。在实践上给予的启发是,从企业自身的管理者角度来看,财务管理不能只关注财务的方面,而必须全面考虑到潜在影响财务适应能力的企业特质,比如本文所提到的声誉、企业间合作、企业内部的组织结构以及学习能力,财务管理人员需要注重对这些特质的培养。从企业财务能力的考察者角度来看,不能单独观察企业的财务报表,而是要结合企业的非财务品质,考量以往财务管理的历史和问题的处理经验,甚至企业组织整体的灵活程

度。尤其是在对中小企业投资时,考虑得更周全,才能够从财务表现均不太好的中小企业中区分出有潜质的企业并给予投资。

然而,用动态能力来分析财务适应能力还需要进一步的研究。动态能力一直是作为企业整体的战略管理的定性参考,概念上比较模糊而从不涉及具体指标。目前还没有用动态能力分析企业具体某个方面的战略管理的研究。因此,本文只能是在此方面做了初步的探索,尤其是希望能够进行量化,然而许多指标都是需要对企业内部情况有深入的了解才能获得,因此在指标的设置方面有待进一步的选取和考量。由于资料来源的限制,本文通过间接指标进行的实证,仅能给出参考。企业在具体应用时,可以在资料收集的基础上,完善测度指标并利用文中构建的战略财务弹性,测度自身财务的应变能力,进而可以找出薄弱环节,从而在危机发生或机会到来时比竞争对手做更快更有效率的反应,让财务成为企业生存和发展的支持,而不是限制。

[参考文献]

- [1] 玛丽·派特·麦卡锡,杰克·斯坦. 应变:强化企业应变力与竞争力的全胜策略[M]. 北京:中国财政经济出版社,2004.
- [2] Byoun Soku. Financial Flexibility and Capital Structure Decision[R]. Working Paper, Baylor University, 2008.
- [3] 钱爱民,张淑君,程幸. 基于自由现金流量的财务预警指标体系的构建与检验——来自中国机械制造A股上市公司的经验数据[J]. 中国软科学,2008(9): 148-155.
- [4] 韩鹏. 财务弹性、财务杠杆与公司价值——来自中小企业板的经验证据[J]. 理论月刊,2010(4): 157-160.
- [5] 韩鹏. 基于财务弹性指数的最佳现金持有量测度[J]. 财会月刊,2010(5): 57-58.
- [6] Andrea Gamba, Alexander Triantis. The Value of Financial Flexibility[J]. The Journal of Finance, 2008, 63(5): 2263-2296.
- [7] 黄世忠. OPM 战略对财务弹性和现金流量分析的影响——基于戴尔、沃尔玛、苏宁和国美的案例分析[J]. 财务与会计,2006(2): 15-18.
- [8] 葛家澍,占美松. 企业财务报告分析必须着重关注的几个财务信息——流动性、财务适应性、预期现金净

- 流入、盈利能力和市场风险[J]. 会计研究, 2008(5): 3-9.
- [9] Bent Dreyer, Kjell Gronhaug. Uncertainty, Flexibility, and Sustained Competitive Advantage [J]. Journal of Business Research, 2004, 57(5), 484-494.
- [10] 邓明然. 企业理财系统柔性及其评价研究[J]. 武汉理工大学学报, 2002, 24(10): 96-102.
- [11] Slack N. The Manufacturing Advantage [M]. London: Mercury Books, 1991.
- [12] 吴雅玲. 企业财务柔性管理研究[D]. 广东工业大学, 2008.
- [13] 龚代华, 陈荣秋. 企业柔性的概念与度量[J]. 华中理工大学学报, 1998, 26(12): 107-109.
- [14] 普华永道财务与成本管理团队. 公司未来的设计师[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2004.
- [15] David J Teece, Gary Pisano, Amy Shuen. Dynamic Capabilities and Strategic Management [J]. Strategic Management Journal, 1997, 18(7): 509-533.
- [16] David J Teece, Explicating Dynamic Capabilities: The Nature and Microfoundations of (Sustainable) Enterprise Performance [J]. Strategic Management Journal, 2007, 28(13): 1319-1350.
- [17] 江积海. 动态能力与企业成长[M]. 北京: 经济管理出版社, 2007.
- [18] 郑盛华, 芮明杰. 动态能力的研究述评及其启示[J]. 自然辩证法通讯, 2009, 31(5): 56-70.
- [19] 库尔特·多普菲. 演化经济学: 纲领与范围[M]. 高等教育出版社, 2004.
- [20] 贺小刚, 李新春, 方海鹰. 动态能力的测量与功效: 基于中国经验的实证研究[J]. 管理世界, 2006(3): 94-113.
- [21] Ahmed Pervaiz K, Hardaker Glenn, Carpenter Martin. Integrated Flexibility—Key to Competition in a Turbulent Environment [J]. Long Range Planning, 1996, 29(4): 562-571.
- [22] Volberda HW. Building the Flexible Firm—How to Remain Competitive [M]. Oxford: Oxford University Press, 1998.
- [23] Eric Powers, Sergey Tsyplakov. What Is the Cost of Financial Flexibility? —Theory and Evidence for Make-Whole Call Provisions [J]. Financial Management, 2008, 37(3): 485-512.
- [24] Larry H P Lang, René M Stulz. Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance [J]. Journal of Political Economy, 1996, 102(6): 1248-1280.

(责任编辑: 夏东, 朱德东)

Strategic Financial Flexibility and Firm's Value: Modeling and Empirical Study

GONG Ting

(School of Business, Nanjing Normal University, Jiangsu Nanjing 210046, China)

Abstract: Generally, financial flexibility only considers whether the cash of the enterprise is sufficient or not and is not enough to embody really financial adaptable capacity of the enterprise, thus, this paper introduces the concept of strategic financial flexibility, uses strategic management analysis framework of dynamic capacity and real data to analyze and measure dynamic capacity of enterprise finance from theoretical and empirical perspective and obtains three capacity factors of strategic financial flexibility such as enterprise potential related to finance, financial management path and financial management process. The empirical results show that the strategic financial flexibility can better characterize the resilience of corporate finance and has a significant positive effect on firm's value.

Key words: frame of dynamic capacity; strategic financial flexibility; firm's value