

The logo consists of the letters 'SN' in a bold, sans-serif font, followed by a stylized '4' that incorporates a diagonal line, and then the number '1'.

上海国家会计学院CFO丛书

Corporate Finance
Strategy

财务战略

上海国家会计学院 主编



经济科学出版社
Economic Science Press



上海国家会计学院 CFO 丛书

财务战略

Corporate Finance Strategy

上海国家会计学院 主编

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

财务战略/上海国家会计学院主编. —北京:
经济科学出版社, 2010. 11
(上海国家会计学院 CFO 丛书)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 0092 - 1

I. ①财… II. ①上… III. ①企业管理: 财务管理
IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 217586 号

责任编辑: 白留杰 张 力

责任校对: 杨 海

技术编辑: 李 鹏

财务战略

上海国家会计学院 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

教材分社: 88191354 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮箱: bailiujie518@126.com

北京中科印刷有限公司印装

787 × 1092 16 开 30.25 印张 760000 字

2011 年 5 月第 1 版 2011 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0092 - 1 定价: 105.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 序

我国会计人才占全国人才资源总量的近10%，广泛分布在各行业、各领域、各单位，在经济社会发展中发挥着不可替代的作用。深入贯彻实施人才强国战略和《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020）》，努力为经济社会发展培养造就一大批道德优良、业务精湛、作风过硬的会计人才尤其是高层次、复合型、国际化领军人才，是财政部一直高度重视、着力推动的重大战略和重点工作。

近年来，财政部采取了一系列措施大力推进会计人才建设，在财政系统、会计领域乃至全社会引起广泛关注和较好反响。主要包括：

科学制定一个规划。规划是引导和推动工作开展的战略构想。在总结改革开放以来特别是“十一五”期间我国会计人才队伍建设做法经验的基础上，适应“十二五”时期经济社会发展对会计事业、会计人才提出的新任务新要求，结合学习贯彻党中央、国务院《国家中长期人才发展规划纲要（2010-2020年）》，财政部于2010年9月制定发布了《会计行业中长期人才发展规划（2010-2020年）》，明确了会计人才队伍建设的指导方针、发展目标、主要措施等，强调以培养高端会计人才为突破口，着力抓好会计领军人才、大中型企事业单位总会计师、具有国际认可度的注册会计师、会计名家、应用型高级会计学科带头人、现代农村会计人才等六大重点工程，统筹推进会计人才队伍建设，提高会计人才队伍整体水平，努力为经济社会科学发展提供坚实的人才保障和智力支撑。

推进两手考评人才。人才考评机制是科学引导人才成长的基础性制度安排。财政部以两个抓手为重点不断加强完善了会计人才的考评机制建设：一手抓考试工作的巩固完善，健全了由从业资格、会计员、助理会计师到会计师、高级会计师的较为完备的考试、晋升制度，并全力争取正高级会计师评审由点及面尽早实施；一手抓评价工作的开拓创新，创建了考试成绩“金银榜”发布制度，建立了会计人才信息库，加强了人才市场调研和需求分析，打通了会计人才与

用人单位之间的信息通道，促进了会计人才的合理流动和人才资源的有效配置。

建设三大培训基地。国家会计学院是培育会计人才特别是高中级管理人才的重要基地。瞄准“国内一流、国际知名”的发展目标，以市场开拓、课程开发、师资队伍、科研工作和内部管理为主抓手，全面加强北京、上海、厦门三所国家会计学院建设。经过多年辛勤耕耘，国家会计学院已经发展成为我国财会人才继续教育和素质提升的主阵地，成为在经济管理人才教育培训领域的一张靓丽的名片。国家会计学院开发、承办的总会计师、会计领军人才、注册会计师等在职培训，坚持名师名家与名优课程相结合，赢得了广泛盛誉，为各行各业强化财务管理和会计审计监督输送了一大批领导人才和业务骨干。近日，国务院学位委员会第28次会议作出决定，批准国家会计学院为硕士专业学位授予单位，这一国家会计学院发展进程中具有里程碑意义的大事，为今后一个时期实现跨越式发展赋予了新机遇，注入了新活力。

打造四类领军人才。是否培养出人才、培养出多少人才、培养出什么样的人才，是检验人才工作成效的关键。着眼培养一批在市场化、信息化、国际化快速发展中勇立潮头、有效发挥引领带动作用的优秀会计人才，自2005年9月起，财政部相继启动了企业类、行政事业单位类、注册会计师类和会计学术类等四个类别的全国会计领军人才培养工程，并积极推动各省、自治区、直辖市和中央有关主管单位组织实施了本地区、本部门会计领军人才培养项目。会计领军人才培养引入国际先进经验，注重制度机制创新，坚持脱产培训与在职跟踪相结合、会计教学与能力培训相结合、案例教学与交流碰撞相结合、分类培训与联合培训相结合、学员使用与考核淘汰相结合，在国家级专业领军人才培养中闯出了一条新路，成为了一个社会认可度较高、影响力较强的知名品牌。截至2010年底，全国会计领军班共招收学员730名，其中领军一期的50名学员率先完成6年一个周期的系统学习培养，满怀收获、自信和期待迈上新的奋斗征程。

贯穿上述工作的一条红线是加快培养高端会计人才，而与上述各方面工作关联交汇的根本点则是科学界定高端会计人才的知识结构和能力框架。这不仅是一个重要的理论问题，更是一个指导高端会计人才健康成长、更好地发挥会计职能作用的重要实践命题。早在2002年，财政部就委托上海国家会计学院开展了“CFO能力框架”重大课题研究。上海国家会计学院历经近4年艰苦攻关，形成了高质量的研究报告《CFO能力框架》。呈现在大家面前的这套CFO丛书，就是上海国家会计学院依托《CFO能力框架》研究成果，借助世界银行的资金支持，采用国际公开招标方式，委托各专业领域的名师名家编写的。这套丛书以各学科前沿理论指导为基础，运用大量案例探讨各学科的应用实践，较好地回答了为什么要培养高端会计人才、什么是高端会计人才、怎么样培养高端会

计人才等问题，是对我国高级经济管理人才培养的一次有益探索和积极创新。

当今世界，经济全球化深入发展，企业跨国经营、资本跨境流动日益频繁，科技进步日新月异，知识经济方兴未艾，会计人才尤其是高端会计人才在经济社会发展中的基础性、战略性、关键性作用将越发凸显。与此同时，不同国度、不同地域、不同经济水平、不同发展阶段、不同经营管理实际可能都会对高端会计人才提出不同的需求和要求。因此，高端会计人才的培养将是一项长期的战略任务和系统工程，对高端会计人才培养、选拔、评价、使用的研究和思考更非一劳永逸。在对这套 CFO 丛书面世给予祝贺和期待的同时，希望籍此引导和推动更多的人来研究它、发展它、完善它，让它吸收更多的养分、汲取更多的智慧、汇聚更多的力量，为推进我国会计人才建设增添新动力，为我国会计事业乃至经济社会发展进步作出新贡献。

是为序。

财政部副部长

2011 年 4 月

前 言

在中国的经济改革大潮中，企业的 CFO 们是一个特殊的群体，他们既要努力克服几十年来中国计划经济传统模式对当今企业运行的影响，又要积极面对市场经济激烈竞争环境对企业生存发展的挑战；他们既掌控与管理着成千上万亿的巨额资产和财富，但又较少参与和主导企业的战略和经营决策。中国的 CFO 们是一个充满着机会和希望、但还没有被人们充分认识的群体，包括 CFO 们自己。

怎样充分发挥中国 CFO 们的价值和作用，有人提出可就 CFO 或总会计师的地位进行新的制度安排，修改总会计师条例，将中国总会计师提到与西方 CFO 一样高的地位，即仅次于 CEO。尽管这种可能是存在的，但我们更关注的是 CFO 们是否具备了这种能力。能力是决定 CFO 们价值和发展空间的关键要素。为此，财政部在 2002 年就确立了《中国 CFO 能力框架》课题，并委托上海国家会计学院进行研究。我们组织了精干的团队，对课题的研究持续了三年多时间，在国务院国资委、证监会、银监会等中央部委和上交所、深交所等单位的支持下，课题组走访了我国 36 个城市的 165 家公司的 CFO 和 33 家公司的 CEO，就 CFO 的工作环境、工作内容、存在的问题和改进想法等一系列的问题进行了较全面的面对面的访谈，从而获取了大量第一手的资料，整理出近百万字的文档；在此基础上，又设计了较为科学完备的问卷，包括了 24 个大问题、190 个小问题，抽样发放了全国 5300 多家企业，回收了 610 份，在 480 份有效问卷的基础上，结合国际 CFO 培训经验和中国 CFO 的现实状况，在 2006 年初完成了这一课题，并出版了《成为胜任的 CFO》的研究报告。

研究报告的完成，使我们对 CFO 的能力需求有了一个较全面的认识。研究报告认为，一个 CFO 要能胜任企业最高财务负责人的角色，并成为 CEO 的得力伙伴，必须具备决策能力、战略规划能力、分析能力、领导能力、协作能力、控制能力和资源管理能力，而决定这些能力的最基本要素是职业知识、技能和职业价值观。其中职业知识是指胜任的 CFO 必须拥有的与其职能相关的知识，

最核心的包括战略管理、公司治理、财务战略、财务报告、成本管理、风险管理、购并与重组、税收筹划、价值管理与全面预算、审计与内部控制、财务分析与预测、财务信息系统、经管责任与资产管理等 13 个模块；技能是指为支持 CFO 感知环境、综合运用知识、形成职业能力的软性特长，核心的技能包括沟通与协调、领导与团队建设、系统思维与问题解决；CFO 的核心价值观主要是 CFO 的职业道德。这些认识的取得为我们思考怎样提升 CFO 的能力及怎样开展培训指明了方向。

在《成为胜任的 CFO》研究报告完成的基础上，我们在财政部的大力支持下，决定利用世界银行对“中国会计改革与发展”项目的支持，开发上述与 CFO 能力相关的全部 17 门课程教材，这是一项十分繁重和艰巨的任务。上海国家会计学院采用全球公开招标的形式招标课程开发单位，并按照研究能力、实际培训经验（包括 MBA 与 EMBA 的教学经验）和低成本的标准评标，最终南开大学、中山大学、同济大学、北京交通大学、中国人民大学、东北财经大学、西南财经大学、上海财经大学等国内知名院校中标。又经过近四年的努力，完成了 CFO 能力框架指引下的全部 17 门课程的培训教材，这就是呈现在我们面前的这套丛书。丛书的编写，注重以国际经济环境为视野，以学科理论体系为基础，以解决实务问题为导向，通过大量的案例来帮助理解理论、解决实际问题。丛书的编写得到了各课题负责人和编写人员的高度重视，教材内容经过试讲和反复研讨修改后最终定稿。

丛书的出版是无数领导、专家、学者和编委会成员共同智慧和努力的结晶，虽然还存在不尽如人意的地方，但这至少是一个开创性的工作，为我国 CFO 的培训提供了一个较为系统并且适应中国企业环境的知识体系，也为落实财政部《会计行业中长期人才发展规划（2010—2020 年）》的战略奠定了基础。

衷心感谢所有为丛书的编撰、出版作出贡献的人们！

衷心感谢财政部王军副部长在百忙之中始终关注这项工作并为丛书热情作序！

也衷心希望所有的读者对丛书的内容和形式提出批评和改进建议，以便今后不断提高完善！

编委会

2011 年 4 月

目 录

CONTENTS

第一章 导论	(1)
篇首语	(1)
本章目标	(1)
关键词	(1)
第一节 财务战略的定义	(1)
第二节 财务战略的目标	(2)
第三节 股东和公司	(4)
第四节 利益相关者权衡	(5)
第五节 经营风险与财务风险的搭配	(6)
第六节 关于本书	(10)
本章小结	(10)
复习思考题	(11)
第二章 战略投资的财务分析	(12)
篇首语	(12)
本章目标	(12)
关键词	(12)
第一节 以净现值准则为核心的分析	(14)
第二节 负债融资项目的折现方法及“循环计算”问题	(43)
第三节 扩展的净现值：加入实物期权的价值	(50)
第四节 不确定性分析	(65)
本章小结	(90)
复习思考题	(90)
第三章 融资战略	(91)
篇首语	(91)
本章目标	(91)

关键词	(91)
第一节 融资数额的确定	(92)
第二节 融资方式的选择	(98)
第三节 权益融资	(99)
第四节 债务融资	(123)
第五节 混合工具融资	(151)
第六节 资产证券化	(167)
本章小结	(182)
复习思考题	(182)

第四章 资本结构战略

(184)

篇首语	(184)
本章目标	(184)
关键词	(184)
第一节 传统资本结构理论	(186)
第二节 新资本结构理论	(202)
第三节 资本结构决策方法	(210)
第四节 资本结构调整方法	(234)
第五节 战略融资决策的参考过程	(244)
本章小结	(256)
复习思考题	(257)

第五章 股利战略

(258)

篇首语	(258)
本章目标	(259)
关键词	(259)
第一节 现金股利	(259)
第二节 股利政策与价值创造	(264)
第三节 制定股利政策的实际方法	(274)
第四节 现金股利之外回报股东的其他方法	(285)
第五节 股利政策规划	(299)
本章小结	(312)
复习思考题	(313)

第六章 企业生命周期与财务战略

(314)

篇首语	(314)
-----------	---------

本章目标	(314)
关键词	(314)
第一节 企业的生命周期	(314)
第二节 创业期的财务战略	(328)
第三节 成长期公司的财务战略	(344)
第四节 成熟期公司的财务战略	(354)
第五节 衰退期公司的财务战略	(368)
本章小结	(373)
复习思考题	(374)
 第七章 基于价值的管理	 (375)
篇首语	(375)
本章目标	(375)
关键词	(375)
第一节 企业与价值创造	(378)
第二节 度量价值的传统指标	(383)
第三节 度量价值的新指标——剩余利润	(388)
第四节 基于价值的财务战略的实施	(397)
本章小结	(411)
复习思考题	(412)
 附 录	 (416)
A: 现金流量的折现计算	(416)
B: 资本资产定价模型的一种简单推导方法	(426)
C: 资本成本的估算方法	(429)
D: 金融期权及其定价	(447)
E: Black-Scholes 期权定价公式的推导	(461)
 参考文献	 (469)

第一章 导 论

篇首语

财务战略是企业获取超额利润的战略，也是企业战略财务分析的核心内容。

本章是全书的导论，主要想解决3个影响本书构架的问题：

1. 到底什么是财务战略：由于出发点的不同，财务战略有多种理解，本书认为财务战略不同于日常的财务政策，它具有重大性；同时，重大性又因不同的发展阶段而有所区别。因此，财务战略既应包括企业的重大财务决策，也应包括企业生命周期不同阶段的财务重点。

2. 企业为什么要制定财务战略：通常认为，企业制定财务战略是为了获取可持续的竞争优势，为股东获取超额的利润率。但实际上，企业必须考虑更广泛的利益相关者，财务目标的制定，需要有一个平衡的观点。

3. 有哪些因素在影响企业财务战略的制定：利益相关者对企业财务战略的制定，不仅反映在战略的层面，也反映在战略的实施层面。既要考虑股东的利益，也要考虑债权人的想法；既要照顾出资人的利益，也要考虑管理层和员工的反应等等。

本章目标

通过本章学习，你应当：

1. 理解什么是企业的财务战略。
2. 领会企业财务战略制定的目的。
3. 了解有哪些因素在影响着企业财务战略的制定。

关键词

财务战略；财务战略的目标；财务战略的影响因素

第一节 财务战略的定义

公司战略是一个相当广泛的范畴，财务战略是公司战略的一个部分。公司总是先有公司

的战略，然后才能制定出相应的财务战略。

但是，公司的战略千变万化，所对应的财务战略的种类也是举不胜举的。因此，我们首先要做的事情就是对本书所说的财务战略作一个界定。

我们可以以两种不同的方法来界定财务战略：

第一种方法是将财务战略理解为战略财务。什么是战略财务呢？我们可以将财务分成两类：一类是日常管理中的财务，例如货币资金的管理、应收账款的管理、固定资产的管理等；另一类是非日常性的财务，对于公司来说发生的频次不多，但对公司的影响却很大，例如公司的战略性融资、公司的重大投资决策等。后一类与公司的战略有关，我们就认为其是公司的战略财务。公司的战略财务就是非日常性的财务决策。

第二种方法是将财务战略与公司的某些重要特征联系起来，认为能体现出这些特征的财务决策就是财务战略。为了确定财务战略，首先应当将公司尽可能按这些特征进行归类，然后对同类的公司进行分析，找出它们在财务上的共性；再将不同类别的公司进行对比分析，从而找出不同类别公司在财务上的差异性。这些共性和差异性，就是财务战略。例如，不同国家的公司在自己的宏观和微观环境条件下，可能会表现出不同的财务战略，因此我们可以将财务战略按国别去划分和归类；再如，不同产业的市场结构和竞争结构都不同，公司的财务战略也会存在差异，因此，我们也可以将财务战略按产业去划分和归类；又如，产品有生命周期，公司也有生命周期，处在不同生命周期阶段中的企业，其财务关注点和财务政策重点也会有不同，因此，我们也可以将财务战略按生命周期去划分和归类。我们认为，这第三种归类的方法比较简明，而且也不失一般性。

上述两种方法不是矛盾的，而是相互补充的。第一种方法指明了财务战略的工具是什么，非日常性的财务决策包含的内容应当是投资、融资、资本结构和股利政策，这部分财务战略讨论的是各种战略工具；第二种方法指明了这些工具应当如何运用于公司生命周期中的各个阶段，也就是说，如何选择财务战略，即投资、融资、资本结构和股利政策，以适应各个阶段的特点。

基于以上这些分析，本书也就相应地分成了两部分，第一部分介绍财务战略的内容；第二部分结合公司的生命周期，分析如何根据生命周期中各阶段的特征，选择合适的财务战略。

合适的财务战略的选择，不仅取决于生命周期中的各个阶段的特征，还取决于公司利益相关者对所选择的财务战略的接受程度。一些财务决策对于公司的某些利益相关者来说是最优的选择，但如果没有其他利益相关者的认同，财务战略也无法实施。这些利益相关者，既包括公司的股东、债权人，也包括管理层和员工，还包括公司供应链上的所有供应商和客户，更广一些，还包括社区和政府。

从这个意义上来说，公司财务战略还应该包括公司的兼并收购、公司治理等内容。但是，由于与本书为同一系列的其他书中已专门研究了相关内容，为了避免重复，这些内容就不在本书中赘述了。

第二节 财务战略的目标

我们通常认为，创立一个营利性组织，主要目的是为投资者获取超出“正常可接受”

的投资回报,即所谓的“超额”的收益。正常回报的高低取决于与项目相关联的风险,高风险应该由高水平的财务收益来补偿,这是一个基本的经济规律。而超额的回报则意味着要超出正常的回报。

这种说法看起来似乎与许多现代财务理论相矛盾。现代的财务理论认为,投资者持续地获取超额的风险调整后收益是完全不可能的。在一个完全竞争市场上,各种竞争力量相互竞争,其结果将会使个别投资者能获得的超额收益降到市场预期的正常水平。因此,如果“市场”平均的收益率为10%,那么任何一项与市场风险相一致的投资项目,想要获得一个超额的报酬都是不可能的。

一个完全竞争市场的先决条件是所有的投资者对目前情况拥有相同数量和质量的信息,对未来持有相同的期望,而且风险偏好程度也相同。

因此,如果有一个特定的投资项目表现出高出市场正常水平的回报迹象,那些消息灵通的投资者就会竞相购进。于是,不断增加的购买压力不可避免地抬高了价格,从而使该项目的投资收益率下降到正常市场水平。

反之,一项收益低于正常水平的投资是不被看好的,持有方想卖出,而潜在投资方无心买入,这种情况就会迫使这项投资的价格继续下调,直至其收益达到市场正常水平为止。

事实上,许多财务理论著作都是以完善的市场作为大前提展开分析的,而对未来的投资收益不确定性考虑不足。如果未来收益是确定的,那么投资就无风险可言。而投资者也不可能要求获得额外的风险溢价,因为所有的投资都会取得与无风险资本的市场回报率相等的回报。

在现实生活中,是不存在无风险的长期投资的。即使是金融环境良好、政策稳定的政府债券,也只有在很短期的投资中才能被认为是真正意义上的无风险。就长期而言,这样一种长期政府债券到期后收回本息的购买力是有风险的,通货膨胀可能使实际利率为负。即使债券按期付息,而整个投资期的预期收益是根据各期利息收益按照市场回报率进行再投资所计算出来的。如果投资期间出现利率下调,那么投资到期的总收益率也就必然低于预期水平。

在经济社会中不可避免地存在着许多不确定性和风险性。在这种情况下,任何未来收益都无法准确预测,或者收益能够预测,但经济条件却可能发生预料外的变化。在这种环境中,公司只能通过发现并利用所面对的市场的不完善性来为投资者获取“超额”的回报。

因此,公司战略的主要目标就是要形成一个可持续的竞争优势,从而使公司能达到或保持一个超出完全竞争市场可取得的收益,这对公司的财务战略也提出了相应的要求。

在商品和劳务市场上,竞争市场是不完善的。于是,公司就可以通过制定、执行适当的竞争战略来创造可持续的竞争优势,进而增加股东价值。

例如,公司可以给竞争对手制造一种行业进入的壁垒,从而阻止本行业的竞争,以保证自己获得超额的收益。在这种情况下,尽管该行业的收益超过正常水平,但想进入该行业的新公司却因门槛过高,无法承受,而进入不了。这种对欲进入的潜在竞争对手的限制,使得该行业中现存厂商的投资能够轻易地获取明显超常的财务回报。

但在实际操作中,要建立一个有效的进入壁垒,往往要求有充足的财务投资作为后盾。不管是花费大量市场推广费用,以建立一个强势品牌,还是通过制定有利于自己技术优势的标准,都需要投入大量的资金。在这种情况下,这种超额的财务回报通常被认为是追加投资所带来的。而扣除追加投资应有的收益后,所剩余的财务回报才是股东所得的真正“附加值”。

第三节 股东和公司

从投资者的角度来看，现代公司的投资实际上是分成了两个阶段，如图 1-1 所示。

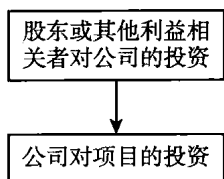


图 1-1 两阶段的投资过程

最初，投资者（股东、银行等利益相关者）将资金投入一个公司，然后由这个公司将资金运用于一系列项目。当然，对于投资者来说，公司投入项目的优劣，决定了投资者的收益水平。同时，为了股东利益的最大化，公司对于投资者也会有一个选择，这种选择有可能是公司的主动行为，也有可能是公司在特定的情况下的无奈之举。

如果换一个角度，以公司为主体，就可以把图 1-1 改变成图 1-2。

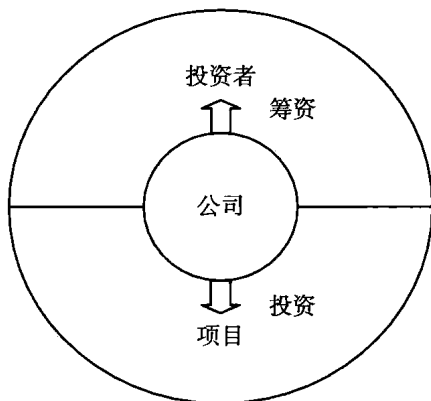


图 1-2 公司的投资和筹资

图 1-2 表明，以公司的投资者的利益最大化为目标，使公司的筹资组合和投资组合最佳的各种方法，构成了财务战略基本内容的一个方面。

随着现代财务理论的发展，新的观点认为，投资者可能会由于公司承担了不必要的风险以及经理人从自己的利益出发，造成损失而无法得到财务补偿。为了避免这种现象的发生，投资者可以对不同项目的风险进行区分，将不同的投资项目进行适当的组合，从而降低风险程度。同时，多样化的投资也可以减轻对个别公司财务业绩的依赖性。

这种基于投资者的投资组合管理理论认为：如果一个公司投资项目范围选择出错，然后简单地将其组合在一起，就会增加公司的总风险，使投资者价值降低。有经验的投资者可以规划自己的投资组合获取平均的总回报而又不会引起投资组合风险的增加。但是，如果一个投资组合的总体风险程度大于其各个项目的风险总和，那么公司整个投资组合对其投资者来

说就毫无价值。

当然，公司试图通过投资种类繁多的产品来降低风险，往往也同时增加了管理的成本。明智的投资者会通过花费较低的成本建立起自己的分散化投资组合，以降低投资风险。

理论上，在一个高效率的金融市场中，投资者可以通过投资组合降低风险。但在实践中，情况可能不是这样。一方面，市场的有效性始终是个问题。另一方面，投资者和管理人员之间的目标冲突也会造成问题。理论上我们可以假设每个人都有同样的风险意识，但在实践中明显不是这样，目标和实际操作有很大的不同。管理层为了避免失败，经常实施风险系数较小的战略或多样化的经营手段来降低投资风险。

第四节 利益相关者权衡

目前为止，我们的讨论是以投资者，即股东为中心的，但是公司战略决策是在更大范围的内部和外部利益相关者的压力下作出的，如图 1-3 所示。财务战略必须在整体公司战略的大背景中加以考虑。

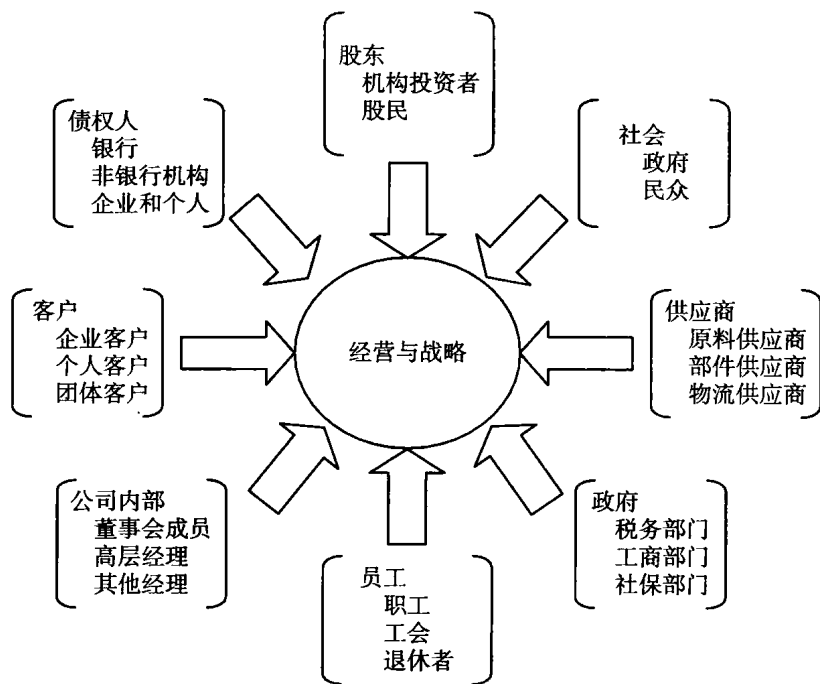


图 1-3 战略决策受到企业内部和外部各利益者的影响

实际上，财务战略可以被看做与营销战略、运营战略相同的一种子战略，它们共同为公司的整体战略服务，因此，各种子战略需要协调。但是，财务战略和营销战略、运营战略不同的是，其影响面更广，涉及的相关利益者更多。

下面以福特汽车公司为例说明采用不同类型的战略决策对于不同利益相关者的影响。

首先来看经营决策。福特公司的大多数股东住在美国，而它的实际运营遍布全球。

因而，将一个地区的营业分部迁移到别的地区的决策，可能对大股东而言不是什么大不了的事情，可能会节约一些成本。然而，对这个地区的政府和公司雇员来说却是一件大事，他们会受到这一决策潜在的和直接的影响。政府可能由此会减少税收和就业，雇员会由此必须搬迁或者失去原有的工作，对他们来说，这是一项远比公司股利政策变化更为重要的决策。很显然，战略决策者在每一次重大经营决策中，都必须充分考虑利益相关者的意见。

然后来看财务决策，对于像福特这样的大型跨国公司（或者其他大公司）的高层管理者来说，一个重要的问题是要确保公司需要钱时能够成功地融到资金。然而，正如许多财务专家经常所说的那样：你不可能筹集到资金的唯一时间是当你需要它时。这是因为，如果你需要资金，那么可以肯定你的经营或者投资面临的风险正在增加，而风险增加的结果就是资金的提供者不愿意提供资金。

由于汽车产业的周期性特征和高投资、高固定成本的经营特性，福特汽车公司在一段时间里利润水平和现金流量水平波动很大。在此期间，作为一家世界性的大公司，其所获得的银行授信也很高，因此，其负债水平也在波动。

在这种复杂多变的环境下，股东要求得到稳定增长股利的愿望可能难以实现，因为公司首先要尽到对银行的责任。假设营业利润（息前）稳定增长，债务的利息成本上下波动，这就会导致净利润的波动。

另一方面，福特公司的股东情况比较特殊。自1956年1月17日福特汽车成为上市公司，公司就有两种类型的股份，即普通股和内部股。截至2002年，公司股份为44亿股，已发行的普通股为40亿股，持有人大约为28万人；内部股为4亿股，持有人大约为100人，这100个持有人基本都是福特家族成员。普通股和内部股有平等的分红权和公司清算时剩余财产的索取权。这两种股票的不同在于投票权：普通股的持有人每股只有一票投票权，共40亿票；而内部股的持有人则分配占有总投票权的40%，即约26.67亿票。

不同类型的股票有不同投票权的这种机制，目前在美国和英国的资本市场上被严格限制，然而在一些其他的欧洲资本市场，这种情况仍很普遍。这种制度能使家族或一小部分人长期拥有公司控制权，尽管他们实际拥有的公司股权比例并不大。目前这种制度正受到资本市场的非议。在这种体制下，股利政策很明显地受大股东的控制，大股东会从他们认为最有利于公司发展的角度来决定什么时候分红，分多少红。这时，小股东会感觉自己的利益受到了侵犯。

认识到决策对哪个利益相关者的影响最大，是财务战略制定时应该考虑的一个问题，但不是关键的问题。

第五节 经营风险与财务风险的搭配

公司主要利益相关者的影响已经在上节的经营战略和财务战略决策两段内容中提及，但是，由于本书致力于研究财务战略问题，因此有必要区分这两种战略。

首先，我们要把经营风险和财务风险区分开，然后探讨这两种风险有怎样的内在联系。

经营风险是指与特定经营和所实施的具体竞争战略相关的内在风险。因此，一个新建