

第三节 职能战略

考点6 财务战略★★

(一) 财务战略的概念

财务管理：为企业战略提供资金支持，为提高企业经营活动的价值而进行管理的活动。

财务战略：涉及财务性质的战略。

主要考虑资金的使用和管理的战略问题，以此与其他性质的战略相区别。

主要考虑财务领域全局、长期发展方向问题，以此与传统财务管理相区别。

1. 企业战略分为财务战略与非财务战略两类

财务战略主要强调必须适合企业所处的发展阶段并符合利益相关者的期望。

非财务战略也叫经营战略，主要强调与外部环境和企业自身能力相适应。

2. 财务战略分为筹资战略和资金管理战略

狭义的财务战略仅指**筹资战略**，包括**资本结构决策、筹资来源决策和股利分配决策等**。

资金管理涉及的实物资产的购置和使用，是由经营战略而非财务职能指导的。资金管理的战略主要考虑如何建立和维持有利于创造价值的资金管理体系。

(二) 财务战略的确立

1. 融资渠道与方式。

(1) 融资方式

融资方式	优点	缺点
内部融资	管理层在做此融资决策时不需要听取任何企业外部组织或个人的意见，从而可以节省融资成本	企业的一些重大事件仅仅依靠内部融资是远远不够的；股东根据企业的留存利润会预期下一期或将来的红利，这就要求企业有足够的盈利能力

股权融资	经常面对的是企业现在的股东，按照现有股东的投票权比例进行新股发行，新股发行的成功取决于现有股东对企业前景具有较好预期。没有固定的股利支付压力，适宜于大量资金需求	引起控制权的变更；融资成本比较高
------	--	------------------

债权融资	贷款	与股权融资相比，融资成本较低、融资的速度也较快，并且方式也较为隐蔽	限制较多；额度有限；需要按期还本付息，对企业的压力大
	租赁	不需要为购买运输工具进行融资，因为融资的成本是比较高的；租赁很有可能使企业享有更多的税收优惠（租金有抵税的作用）；租赁可以增加企业的资本回报率，因为它减少了总资本	企业使用租赁资产的权利是有限的，因为资产的所有权不属于企业

资产销售融资	简单易行，并且不用稀释股东权益	无回旋余地；如果销售的时机选择得不准，销售的价值就会低于资产本身的价值
--------	-----------------	-------------------------------------

(2) 企业融资能力的限制。

一是**企业进行债务融资面临的困境**：利息支付一定优先于股利支付；无论企业的盈利状况如何，企业都必须支付利息。因此，如果企业负担不起利息就将进入技术破产。因此，即便是在企业加速发展时期，企业也会有

限地举债。总的来说，企业会权衡债权融资的利弊作出最优的融资决策。

二是企业进行股利支付面临的困境。股利支付水平与留存利润之间应该都是比较稳定的关系。然而，实际上企业经常会选择平稳增长的股利支付政策，这样会增强股东对企业的信心，从而起到稳定股价的作用。

2. 融资成本。

重点是估计股权融资成本。估计和计算融资成本有以下 4 种情况：

①用资本资产定价模型（CAPM）估计权益资本成本，权益资本成本是指企业通过发行普通股票获得资金而付出的代价。

权益资本成本（必要收益率）=股利收益率+资本利得收益率=无风险利得+企业风险溢价

②用无风险利率估计权益资本成本。

企业首先得到无风险债券的利率值，然后企业再综合考虑自身企业的风险在此利率值的基础上加上几个百分点。

③长期债务资本成本。

等于各种债务利息费用的加权平均数扣除税收。

④加权平均资本成本。

是权益资本成本与长期债务资本成本的加权平均。

在实务中，企业通常使用现在的融资成本来计算。

$WACC = (\text{长期债务成本} \times \text{长期债务总额} + \text{权益资本成本} \times \text{权益总额}) / \text{总资本}$

3. 最优资本结构

资本结构是权益资本与债务资本的比例。最优资本结构：加权平均资本成本最低，企业价值最大。

决定资本结构的其他考虑因素还包括：

- （1）企业的举债能力、管理层对企业的控制能力
- （2）企业的资产结构、增长率、盈利能力以及有关的税收成本。
- （3）企业未来战略的经营风险；企业对风险的态度；
- （4）企业所处行业的风险；
- （5）竞争对手的资本成本与资本结构（竞争对手可能有更低的融资成本以及对风险不同的态度）；
- （6）影响利率的潜在因素，比如整个国家的经济状况。

4. 股利分配策略。

（1）决定股利分配的因素。

盈余分配和留存政策也是财务战略的重要组成部分。

企业通常会通过调整盈余的变化来平衡股利支付。企业发放的股利可能被投资者看做是一种信号。在决定向股东支付多少股利时，考虑的重要因素之一就是为了满足融资需而留存的盈余的数量。

留存盈余和发放股利的决策通常会受到以下因素的影响：

- ①留存供未来使用的利润的需要。它直接关系到企业的资产或未来业务的扩张程度。
- ②分配利润的法定要求，这是指利润的分配可能反过来影响资本的分配，股利的发放也将限制留存的盈余。
- ③债务契约中的股利约束。
- ④企业的财务杠杆。如果企业需要额外的融资，应当在权益融资和债务融资之间进行平衡。
- ⑤企业的流动性水平。因为支付现金会导致流动性资产的枯竭。
- ⑥即将偿还债务的需要。未来需要偿还的债务越多，企业需要保留的现金就越多。
- ⑦股利对股东和整体金融市场的信号作用。股东经常把企业发放的股利看做是未来成功的信号。稳定、持续的股利会被看做是一个积极的信号。

(2) 实务中的股利政策。

①固定股利政策

为投资者提供可预测的现金流量

盈余下降时也可能导致股利发放遇到一些困难

②固定股利支付率政策

股利支付率=每股现金股利÷企业的每股盈余。

投资者无法预测现金流，也无法表明管理层的意图或者期望。

并且如果盈余下降或者出现亏损，这种方法就会出现问題。

③零股利政策

将企业所有盈余都投资回本企业中。在企业成长阶段通常会使用这种股利政策，并将其反映在股价的增长中。

④剩余股利政策

只有在没有现金净流量为正的项自的时候才会支付股利。这在那些处于成长阶段、不能轻松获得其他融资来源的企业中比较常见。

(三) 财务战略的选择

1.基于产品生命周期的财务战略选择。

	产品生命周期阶段			
	导入期	成长期	成熟期	衰退期
经营风险	非常高	高	中等	低
财务风险	非常低	低	中等	高
资本结构	权益融资	主要是权益融资	权益+债务融资	权益+债务融资
资金来源	风险资本	权益投资增加	保留盈余+债务	债务
股利	不分配	分配率很低	分配率高	全部分配
价格/盈余倍数	非常高	高	中	低
股价	迅速增长	增长并波动	稳定	下降并波动

(1) 产品生命周期不同阶段的财务战略

①处于产品生命周期导入期的企业财务战略

导入期经营风险最高，相应财务风险应该非常低，因此**权益融资最合适**。

对于股权资本筹资，风险投资者在其中起很大作用。风险投资是基于企业未来盈利能力会出现高增长的预期。

经营导入期产品的企业必须建立牢固的财务基础，建立自由现金储备，尽可能地增强企业的流动性及灵活性，这是保证企业生存和未来成长的重要战略措施。

从股利分配战略看，**留存收益是企业唯一资金来源**，因此适宜采取不分配或少分配利润的股利分配战略；若非派发股利，则宜考虑股票股利方式。

②处于产品生命周期成长期的企业财务战略

企业风险比产品导入期时有所降低，但仍然很高。因此要控制资金来源的财务风险，**需要继续使用权益融资**。在成长期，风险投资家希望实现资本收益以使他們能启动新的商业投资。此时，最具吸引力的资金来源通常是公开发行股票，用以替代原风投资金并支撑企业高速增长。

③处于产品生命周期成熟期的企业财务战略

从筹资战略看，由于经营风险相对降低，企业可以承担中等财务风险，即：可以使用负债而不单单使用权益筹资。该阶段企业可采取相对激进的筹资战略，即：可采用相对较高的负债率，以有效利用财务杠杆。

主要风险：能否维持这种稳定成熟阶段以及能否保持自身在成长期已经获得的市场份额。

从股利分配战略看，该时期企业销售额和总利润水平保持较高水平，现金流量充足，筹资能力强，具备较强股利支付能力，但此时企业增长速度已趋于平稳或停滞。企业可以采取稳健的高股利分红政策，提高股利支付率，并且以现金股利方式产生，以满足股东获得较高投资回报的期望。

④处于产品生命周期衰退期的企业财务战略

在该阶段企业面临的风险比先前的成熟阶段更低，主要风险是在该产业中企业还能够生存多久。

产品市场萎缩，利润空间缩小，企业开始转产或开发新产品、新市场，此时，经营和投资活动都产生巨额现金流入，融资活动的净现金流出达到历史高位。

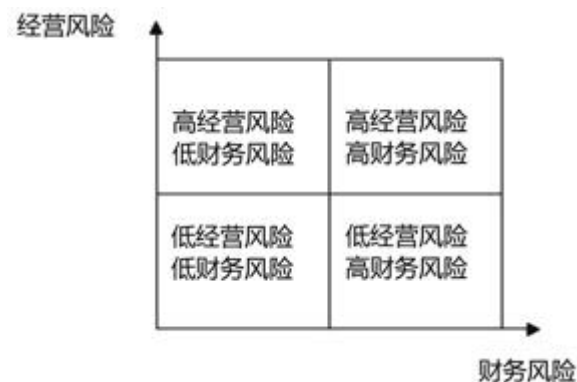
从筹资战略看，在该阶段企业仍可继续保持较高的负债率，不必调整其激进型资本结构。

从股利分配战略看，仍可采取现金高股利支付的股利分配战略。

这既是对现有股东投资的补偿，也是对其在产品导入期和成长期“高风险—低报酬”的一种补偿。

（2）财务风险与经营风险的搭配

经营风险的大小是由特定的经营战略决定的，财务风险的大小是由资本结构决定的。它们共同决定了企业的总风险。



经营风险与财务风险反向搭配是制定资本结构的一项战略性原则。

产品或企业的不同发展阶段有不同的经营风险，企业应采用不同财务战略。

①高经营风险与高财务风险搭配的不可行性。

这种搭配具有很高的总体风险，但符合风险投资者的要求。因为只需投入很小的权益资本，就可以开始冒险。若成功，则获得极高收益；若失败，则只损失很小的权益资本，并可通过风险投资组合进行分散。

债权人对此种搭配并不满意。

因为债权人投了绝大部分资金，让企业去冒险；若成功，仅得到有限的利息回报，大部分收益归权益投资人；若失败，则血本无归。

这种搭配因找不到债权人而无法实现。

②低经营风险与低财务风险搭配的不可行性。

这种搭配具有很低的总体风险。（例如：成熟的公用企业）经营稳定，举债较少。对于债权人来说，这是一个理想的资本结构，可以为其放贷。（现金流稳定、举债较少，有偿还能力）

权益投资人对此种搭配并不满意。一是因为投资资本报酬率和财务杠杆都较低，因此权益报酬率也不会高。

二是该资本结构的企业是理想的收购目标（收购者只需改变财务战略即可增加企业价值）
这种搭配因**不符合权益投资人的期望**而无法实现。

③高经营风险与低财务风险搭配的可行性。

这种搭配具有**中等程度的总体风险**。这种资本结构对于权益投资人有较高的风险，也会有较高的预期报酬，符合他们的要求。

权益资本主要由从事风投的专业机构提供。他们运用投资组合的策略在总体上获得很高的回报，不计较个别项目的完全失败。

这种资本结构对于债权人来说风险很小。不超过清算资产价值的债务，债权人通常是可以接受的。

这是一种**同时符合股东和债权人期望**的现实搭配。

④低经营风险与高财务风险搭配的可行性。

这种搭配具有**中等程度的总体风险**。这种资本结构对于权益投资人来说经营风险低，投资资本回报率也低。

如果不提高财务风险（充分利用财务杠杆），财务权益报酬率也会较低。权益投资人希望“利用别人的钱来赚钱”，愿意提高负债权益的比例，因此可接受这种风险搭配。

对于债权人来说，经营风险低的企业有稳定的经营现金流入，债权人可以为其提供较多的贷款。

这是一种**同时符合股东和债权人期望**的现实搭配。