1 CHAPTER 公司財務策略

學習目標

閱讀完本章你應該能夠：

1. 瞭解財務策略是什麼，以及如何增加價值。
2. 解釋股東價值是建立在投資得來的淨現值。
3. 瞭解預期風險和報酬對公司與投資者的影響。
4. 區分出不同模型間該如何衡量股東價值。
5. 解釋為何股價無法適切反應公司價值。
6. 概述代理理論和公司財務間相關程度。
7. 定義不同的利益相關者對財務策略和股東價值的影響。

著作權所有 侵害必究

1.1 前言

財務策略主要側重於公司財務面的策略決定，與股東利益乃至資本市場之間存在著一種相當密切的連結。然而，一個健全的財務策略也像一個好公司的競爭策略一樣，必須考慮到所有內部和外部的利益相關者。

資本市場理論和研究主要關注的是宏觀或總體經濟層面，然而財務策略則關注微觀或個體層面，特別針對個別公司（有些甚至只關注到其子公司）的需要來設計財務策略。因此本書在定義財務策略時，會先嘗試考量個別企業組織之間的關係。

因此，財務策略可以說是由下列兩個部分組成：

1. 以最適當的方式來籌集公司所需的資金。
2. 在公司內部有效地管理和運用這些資金。

當我們在討論最適當的籌資方式時，既要考慮公司的整體策略，更要考慮核心利益相關者的綜合需求。我們必須瞭解這裡所說「最適當的」並非指的是「成

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

本最低的」：財務策略的主要目的是增加價值，而這個通常不是藉由最小成本的想法來達成的，而資金運用則涉及利潤的再投資和組織利潤的分配。

商業組織的主要目標是打造持續性的競爭優勢，為核心利益關係者實現可觀的報酬率——相對於所面對的、調整後的風險。所以判斷財務策略成功與否的標準就是看它對整體目標的貢獻。

1.2 財務策略和標準財務理論

如果你堅定地相信有效市場假說，或者認為公司的市場價值可以真實反映出未來現金流量的折現價值，或是你確信 Modigliani 和 Miller 的觀點（將其視為絕對真理，而不是理論發展的先導），那麼本書的部分論點將會讓你感到有些不自在。

然而，如果你好奇，為什麼那些聰明且適任的財務主管與他們的顧問們，看似花很多時間以及股東的金錢，根據財務理論來制定那些複雜的方案，但結果卻沒有辦法提高生產價值或甚至損害了股東財富，歡迎你繼續往下看。

很多研究都指出，金融市場能夠有效地看穿一些相對簡單、但不能增加公司價值的會計技倆，像是變更存貨價值或者折舊政策等。然而貫穿全書的實例之中，顯示出有許多具備聲望的公司會利用一些精密且富有創意的會計處理來掩飾他們的交易行為所帶來的影響。因此本書會嘗試縮小學術研究者（認為市場正在變得更加有效率且完美）和財務實踐者（顯然忽視了財務理論，只相信他們所看到或經歷過的）日益擴大的鴻溝。

另外，本書的背後蘊含了一個主要目的：財務理論提供了用以分析和理解公司實務財務交易的分析框架，但是人們常錯誤地解釋財務理論。例如，股東權益不能藉由最佳的財務策略來提升。我們要知道價值 (value) 是預期風險 (perceived risk) 和必要報酬 (required return) 之間關係的函數。而股東們以及其他主要利益相關者對風險則有不同的預期，所以他們對風險和報酬之間的關係也有不同的預期，因此公司的價值會在相異看法之中產生不同評價。也正是如此，財務策略的探討才會更加蓬勃發展。

1.3 風險和報酬：財務基本原則

財務理論最基本的觀念是，投資者要求他們的投資報酬與預期的投資風險相稱。

著作權所有 侵害必究

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

圖 1.1 為風險報酬曲線，顯示在任一特定風險水平上的必要報酬。雖然坐標軸經常被冠以風險和報酬，但它們的全名是預期風險和必要報酬。如果一個人不瞭解他在一項投資中所承擔的全部風險，那麼他可能獲得的報酬便會低於比他更明智的投資者所要求的報酬。又如同一個成熟的投資者瞭解某項投資出現鉅額虧損的概率很低，因而會滿足於較低的報酬；然而一個沒有經驗的投資者可能會對風險過於敏感並高估風險，使得其所要求的報酬更高。最重要的是投資者們對風險認知的異質性，使得在面對特定風險的認知差距時，適切的財務策略能夠增加公司的價值。

圖 1.1 的縱軸為報酬，或稱必要報酬。投資中承擔特定程度的風險通常沒有一定保證會獲得特定的報酬（風險在財務中被定義為期望結果的波動度[1]）；此圖顯示了投資人為了符合市場預期所要求的報酬。

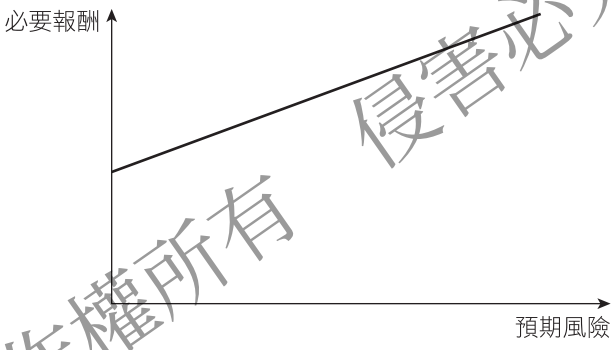


圖 1.1 風險與報酬之間的關係

著作權所有 侵害必究

1.4 財務策略

我們必須以免責聲明作為本節的開頭：雖然我們將會使用到一些競爭策略模型，但是本書並非完全是一本關於競爭策略的讀物，有很多優秀的書籍已討論過那個主題，闡述如何衡量和使用合適策略的理由和目的。本書對競爭策略的討論僅限於公司財務策略的範圍，然而我們不得不明確地定義這些相關術語，以便讀者清楚我們的後續論述。

大多數人都認為公司是為市場提供服務、製造產品、僱用員工，所以它應該選擇最合適的市場、生產設備或員工以進行投資（本書中的產品是指商品和服

[1] 請參閱 Stulz, R. M. (1996), 'Rethinking Risk Management', *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(3), 8-25。

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

務；市場涵蓋了顧客群體或特定的銷售管道）。公司的成長與成功——在財務方面通常以週轉率和利潤來衡量，或藉由非財務的利益關係者的投入和產出——這些都被視為重要且關鍵的，公司可依此發展出自己的優勢。但圖 1.2 卻顯示出投資過程事實上可延伸出兩種階段：投資者選定他們所欲投資的目標公司，公司再來選擇要如何操作這些資金。

比方說，投資者可以選擇投資英國或其他國家；能選擇製藥（醫藥）業、印刷業、食品製造業或其他任何行業。如果我們真的想要接觸英國製藥業，我們可以更明確地選擇購買性質上明顯不同的 GlaxoSmithKline 或者 Oxford BioMedica 的股份。圖 1.2 之中的第一個步驟將做出說明。

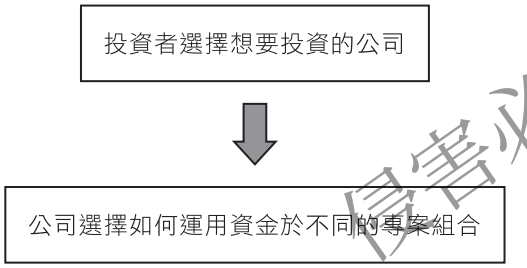


圖 1.2 兩階段投資過程

著作權所有 侵害必究

下方的步驟則顯示了公司進入製藥領域的決策過程：透過開發自家的藥品（或者購買他人的研究成果，抑或是生產通用藥品），選擇在各種特定的地域市場進行販售；或者培養一支專業的銷售團隊等策略。圖 1.2 下方框內說明的是公司該如何配置資產。例如招聘員工的數量、決定是否需要開發新產品、收購一個競爭者或者轉進其他新的行業。

許多商務人士選擇將精力放在圖中的第二階段，致力於提升專案組合的投資效益，使其成為一個更好的企業。但是在公司財務策略方面，我們所追求的目標是不同的：我們嘗試改進第一階段，努力完善股東投資使之為股東創造價值。我們由此得出兩種定義，並分別適用於圖 1.2 中的兩個步驟。

重點聚焦 1.1 **價值的定義**

投資者價值：反映資本市場的必要報酬，可由公司的股價來體現。
公司價值：基於當前經營策略和未來投資計畫產生的預期收益的現值。

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

如重點聚焦 1.1 中所提，價值的兩個定義分別與投資模型中的兩個步驟相對應。投資者價值 (investor value) 是指為投資者創造價值，公司價值 (corporate value) 則是大多數商業人士相當熟悉的概念，是指對公司管理進行規劃，使它成為更好的企業。管理的首要目標就是保證股東價值能夠正確地反映公司價值，這就是財務策略的主要任務之一。另外我們把投資者價值的定義歸結為股東價值，聚焦於股東這個特殊的投資者群體之上。

企業有可能只在其中一個步驟創造價值，而忽視了另一種價值。當我們分析一家公司的時候，我們至少有四個問題需要思考：是否有好的產品？是否是好事業？是否是一個好公司？是否是一筆好投資？重點聚焦 1.2 闡述的正是這些問題。

重點聚焦 1.2　什麼是「好」呢？

一個好產品的標準之一就是要符合企業的策略意圖和目標。

有好的產品不一定等於是好的**事業**。這一點可以在許多擁有數百萬用戶，但卻至今尚未發展出一套完整模式來將潛在資產貨幣化（即營利模式）的社群網站公司得到印證。然而即使有一個好產品和收入流，也不一定能成功創造出好事業：1980 年代由於低劣的管理品質和錯誤的決策，使得 Apple Mac 失去了個人電腦的市場，即便它被認為是較優秀的產品。

有好事業的不一定是好**公司**——好事業可能會被錯誤的財務策略破壞。一個經典「好事業但管理不佳」的案例，是在營運初期使用太多槓桿，直到其財務策略改變後才將負債轉換成權益的 Eurotunnel 公司（本書後續案例將會說明）。

最後，好的公司也可能會是糟糕的**投資**。股東進行投資就是希望獲取超額報酬，而投資報酬來自於股息和股價的上漲。如果在股價被高估的情況下投資，可能造成報酬不佳甚至虧損，這一點隨後將進行討論，且持續貫穿於全書。

著作權所有 侵害必究

1.5 評估投資價值

任何一項投資都可以透過預期產生的未來現金流的現值來進行評估。我們可以很直觀地想到，未來的現金流並不如可立即得到的現金那麼值錢，因為等待的時間成本也必須一起算進去。就算我們知道將來還是可以拿到這筆錢，但貨幣因時間而影響價值的情況仍舊存在。在現實的商業世界裡，即便機率很低，這些預期的未來現金流不能實現的風險還是存在。再者，通貨膨脹也有可能會削弱未來收受款項的價值。這是為何我們總是偏好當下即可收到現金的原因。

華泰文化
HWA TAI PUBLISHING

折現現金流量 (discounted cash flow, DCF) 是一個已發展完善的財務技術，將預期現金流量乘上適當的折現係數，可以轉換成相對的現值 (present value)。折現率必須考慮資金的時間價值，也要考慮相關的風險，還有可能的通貨膨脹。這種將預期的未來現金流轉換成現值的方法，可以對全部的未來現金流套用適當的單一折現率，使得相應的現值結果更具有比較性。透過 DCF 方法，我們可以評估投資的相應收益為何（或來自投資的現金流之現值為何）。將這些現值相加後，減去投入成本而得到淨現值 (net present value, NPV)。重點聚焦 1.3 就舉出了一個例子以供參考（折現係數表在這本書的附錄）。這種分析技術就相當於把各種不同的外國貨幣換算成為單一貨幣，以便它們的數額可以進行比較。

重點聚焦 1.3 說明折現

DisCo 公司有機會投資兩個 4 年計畫中的一個計畫。每個計畫在初期要立刻投入 £1,000。計畫 A 將在 1 年內獲得 £300 的報酬，且接下來 3 年都可獲得 £350。計畫 B 的報酬率較高，但獲得的速度比較慢：第 1 年是 £30，再來是 £300、£400，然後在最後一年是 £620。在這種風險水平下，DisCo 公司要求要有 10% 的報酬率。

計算折現因子的方式為 $1 \div (1+i)^n$。

i 是必要報酬率，n 是投資的時間。

因此折現率 10% 的必要報酬其計算如下：

年數	0	1	2	3	4
公式	$1 \div (1+i)^0$	$1 \div (1+i)^1$	$1 \div (1+i)^2$	$1 \div (1+i)^3$	$1 \div (1+i)^4$
折現因子	1	0.909	0.826	0.751	0.683

現金流折扣如下：

年數	0	1	2	3	4
計畫 A 現金流	(1,000)	300	350	350	350
折現因子	1	0.909	0.826	0.751	0.683
現值	(1,000)	273	289	263	239
淨現值	64				
計畫 B 現金流	(1,000)	30	300	400	620
折現因子	1	0.909	0.826	0.751	0.863
現值	(1,000)	27	248	301	424
淨現值	0				

著作權所有 侵害必究

華泰文化 HWA TAI PUBLISHING

將每項計畫的現金流量加總起來就可得到各個計畫的NPV。因此，由上述我們可以看到 DisCo 公司最好還是採取計畫 A，其 NPV 等於 £64，代表報酬超過 10%。計畫 B 的 NPV 為 0，意思是他們執行這項計畫 4 年，到最後卻比不上具有類似風險水平的計畫 A。

重點聚焦 1.3 的結果顯示在圖 1.3。

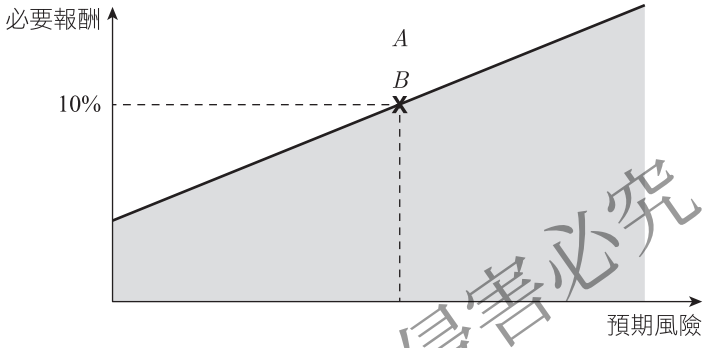


圖 1.3 折現後可呈現創造價值的計畫

註：計畫 A 的淨現值為 £64，高過必要報酬率 10%，使其位於風險—報酬關係圖的上方，顯示其產生了價值。計畫 B 的 NPV 為 0，因此位於斜線上。

在這種簡單的相對比較方式中，使用何種基準貨幣並不重要。然而在大多數情況下，這些相對價值的比較需要一個有意義的參照基準。因此，大多數人的作法是將外匯兌換成本國貨幣，現金流折現法也是如此。有些分析方法（例如複利， compounding to horizon）將所有現金流折算至專案終止時點，再比較終值。問題在於，投資者一般難以理解和評估未來專案終值這個概念。然而，如果以當前的價值來表示專案的價值，投資者就較易於理解和比較。因此，我們將所有的未來現金流折現到今天，即所有折現值相加所得到投資的淨現值。運用現金流折現技術，一個公司的股票價值可以用未來預期股息流 (dividend stream) 的折現值加以估算。而一個公司的整體價值，則可以用未來預期財務現金流的現值加以估算。

將這個技術運用於專案投資評估可以顯著地發現增進股東權益的關鍵因子——只有當投資產生的未來預期現金流的合理折現值大於投資的當前成本，股東價值才會增加。重點聚焦 1.3 告訴我們，執行計畫 A 後， DisCo 公司的股東價值增加了 £64，而不是像計畫 B 一樣，僅能滿足市場（風險調整）的必要報酬而已。

為什麼不能僅僅滿足股東的必要報酬呢？風險報酬線顯示，市場會要求一個特定的風險來搭配一個特定的報酬。平均來看，在接受同等風險的前提下，其他

著作權所有 侵害必究
華泰文化 HWA TAI PUBLISHING