



CEO财务管理（一）

潘越

教授 博士生导师

厦门大学经济学院金融系

Email: panyue@xmu.edu.cn

联系电话: 13806022412

课程内容

- ◆ 导论
——若干概念的解读/营运资本管理
- ◆ 公司增长管理
——可持续增长/股利政策/财务计划
- ◆ 公司治理
——内部治理/外部治理
- ◆ 融资政策
——权益融资/债务融资/资本市场制度创新

导论

Introduction

2015-1-5

3

**怎样才是一个成功的
企业管理者？**

1

设计思维

Design Thinking

财务管理的第一项原则

设计思维，是指在设计和规划领域，对定义不清的问题进行调查、获取多种资讯、分析各种因素，并设定解决方案的方法与处理过程。作为一种思维的方式，它被普遍认为具有综合处理能力的性质，能够理解问题产生的背景、能够催生洞察力及解决方法，并能够理性地分析和找出最合适的解决方案。在当代设计和工程技术当中，以及商业活动和管理学等方面，设计思维已成为目前最流行的管理理念。

- 系统性的思维意识
- 联系性的思维意识
- 变的思维意识
- 时空的思维意识

2 他人的钱

Other People Money

《公司法》对公司的定义

- 本法所称公司是指依照本法在中国境内设立的有限责任公司和股份有限公司。有限责任公司和股份有限公司是企业法人。
- 有限责任公司，股东以其出资额为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司的债务承担责任。
- 股份有限公司，其全部资本分为等额股份，股东以其所持股份为限对公司承担责任，公司以其全部资产对公司的债务承担责任。

《公司法》第二条、
第三条

何谓公司(What is a “corporation”)

- It is a framework through which people conduct modern business. 人们从事现代商业活动的一重组织；
- It is a convenient legal entity that can enter into contracts, own property, and be a party in court. 公司即法人；
- It comes in assorted sizes, from a publicly-held multinational conglomerate to a one-person business. 公司有各种类型。

Alan R. Palmiter “Corporations” p.3

公司是什么？

社会学 公司是一种团体，一种社会组织。它是某一些人为了特定目的而结合成的团体或社会组织。

法学 公司为法人，具有民事权利能力和民事行为能力，依法独立享有民事权利和承担民事义务。

经济学 公司是以营利为目的的一种企业形式，即以营利为目的来组织进行生产和经营活动，营利性是公司的基本属性。公司具有企业的最一般特征。

社会学意义上最小的公司：家庭

关于家庭的一些歪解

- 家庭组织形式：无限责任的合伙组织；
- 合伙形式：两人合伙；
- 无限责任+合伙=绝对信任；
 - 绝对信任与交易成本；
 - 如果没有信任，家庭如何进行投资？
- 关于家庭组织形式的若干“创新”
 - 婚前财产公证：有限合伙；
 - 婚后AA制：还是有限合伙；
 - 只同居不结婚：随时准备散伙！
- 离婚：合伙对象选择错误；

他人的钱为他人赚钱

财务管理的第二项原则

OPM

Other people's money for others

谁是他人？



股东为王



伯利-米因斯命题

**所有者不是管理者
管理者不是所有者**

财务管理角度公司的特征

- 对美国最大的200家公司的分析表明：大公司的股票由如此之众多的股东所拥有以致于没有任何一个人能拥有其中任何一家公司足够多的发行在外的股票。
- 公司发展的逻辑结果就是财富的所有者没有适当的控制权，而控制财富的人则没有适当的所有权。
A.A. Berle, Jr. ,and G.C. Means
《*The Modern Corporation and Private Property*》

伯利-米恩斯定理 (Berle-Means Theorem)

委托代理关系

Agency Theory

关于人与公司

- 公司是由人所组成的，而人又是“经济人”，这意味着：
 - 一群“心怀鬼胎”的人凑在一条船上；
 - 如果说公司可以比作一条船的话；
 - 这些人为什么要上“船”？
 - 天下熙熙，皆为？来；天人攘攘，皆为？往；
 - 比较理想的状况：公司与员工共同成长；
 - 少数运行较成功的公司，比如Google；
 - 比较差的状况：公司成长是建立在员工的代价之上；
 - 频频出事的小煤矿；
 - 最差的状况：员工以公司利益为代价；
 - 台湾王又曾与力霸集团；
 - 公司：一群自利经济人的联合体；

2015-1-5

19

19

关于人与公司

- 这条船有多牢固？
 - 既然每个人都是为了自我利益最大化而来，那么，他们是否会坚持在这条船上？
 - 显然不会。
 - 当他们发现无法实现自我利益最大化，他们就会跳船；
 - 甚至他们预计外面有更好的利益，他们也会跳船；
- 公司：一个自利经济人的暂时的利益联合体



20

20

公司性质的再认识

- 正由于公司是一个自利经济人的暂时利益联合体；
 - 公司治理才是必需的；
 - 通过公司治理，最大限度地约束自利经济人的自利性动机
 - 以降低企业的运行风险，提高企业在竞争激烈、风险变幻的市场环境下的存活能力；

2015-1-5

21

21

伯利-米恩斯定理的意义

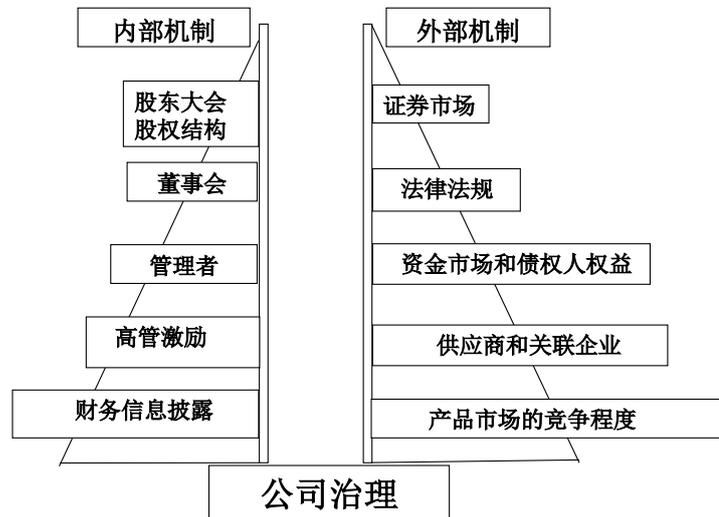


从伯利-米恩斯命题出发，现代企业理论认为所有权和控制权的分离使股东和管理者之间形成一种委托代理关系。在这一委托代理分析框架中，作为委托人的股东总是希望作为代理人的管理者能够从股东利益最大化出发来管理公司。但是由于管理者和股东本身的利益不尽一致，股东和管理者之间存在信息不对称问题，而且代理人本身有败德风险问题，因此，股东必须通过一定的控制机制对管理者进行监督和控制。所以，现代企业必须建立起一套完整的公司治理结构。

21

21

公司治理的内外机制



2015-1-5

23

3

“钱”是什么

What is Money?

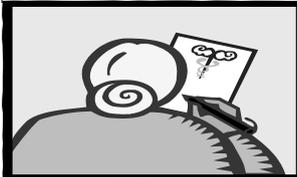
若干错误的概念：所算即为所得吗？

总资产/净资产



净资产=总资产 - 总负债

销售收入



借： 制造费用	借： 银行存款
营业费用	应收帐款
管理费用	应收票据
其它业务支出	贷： 主营业务收入
贷： 累计折旧	

所算即所得？
利润即现金？

ROE ?

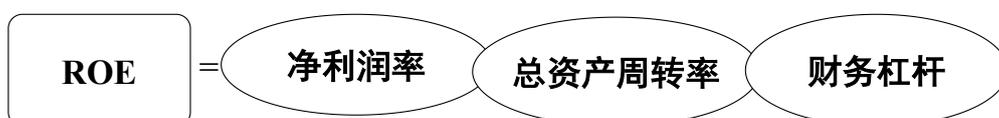
ROE=每股收益/股东权益

ROE是一个值得信赖的
财务指标吗？

ROE的构成

ROE=净利润/股东权益

=净利润/销售收入 × 销售收入/总资产 × 总资产/股东权益



销售净利润率

×

总资产周转率

×

财务杠杆

盈利
能力



经营
效率



风险
程度

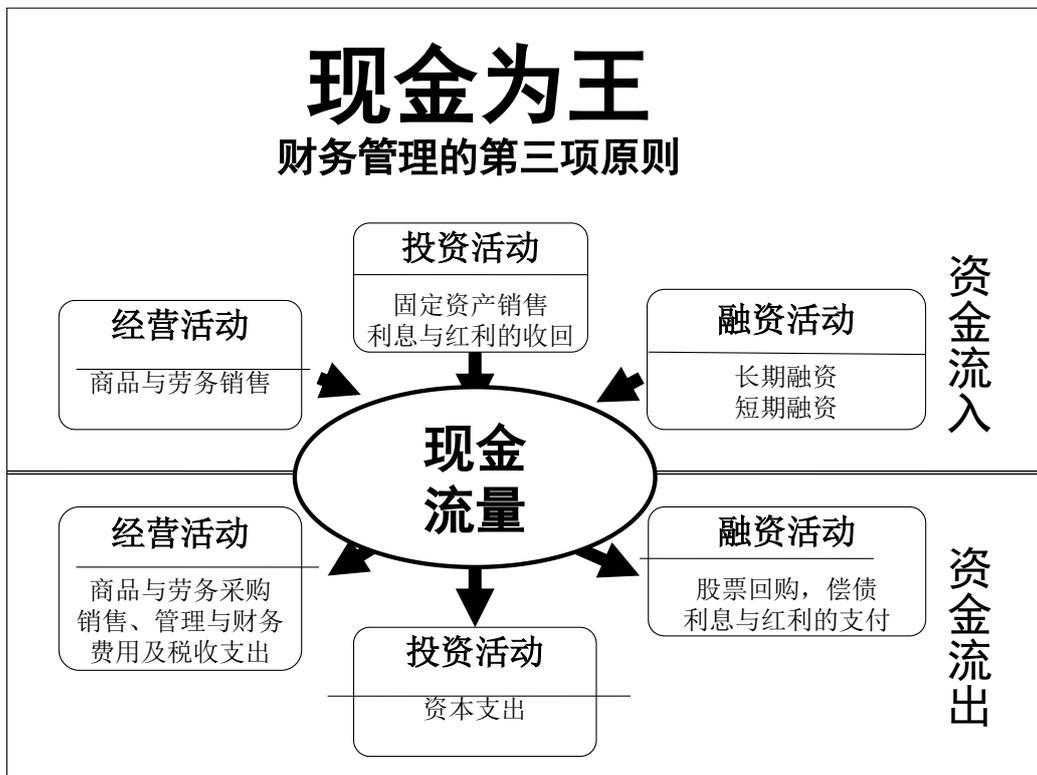


ROE各构成指标的作用

ROE的陷阱： 把酒问青天

ROE中的“每股净利润”就能够给股东带来“利”吗？

$$\text{净利润} = \text{销售收入} - \text{销售成本} - \text{费用}$$

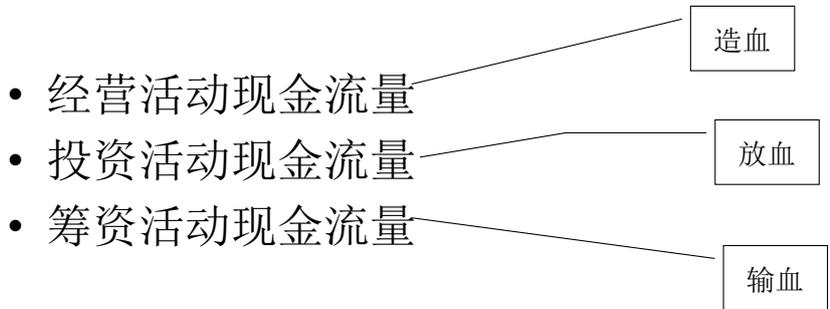


如果企业每年都报告盈利，但经营性现金流量却入不敷出，那么，这种没有真金白银流入的盈利，实质上只能是一种“纸面富贵”。这种性质的盈利，要么质量低下，要么含有虚假成分。

回到现金流

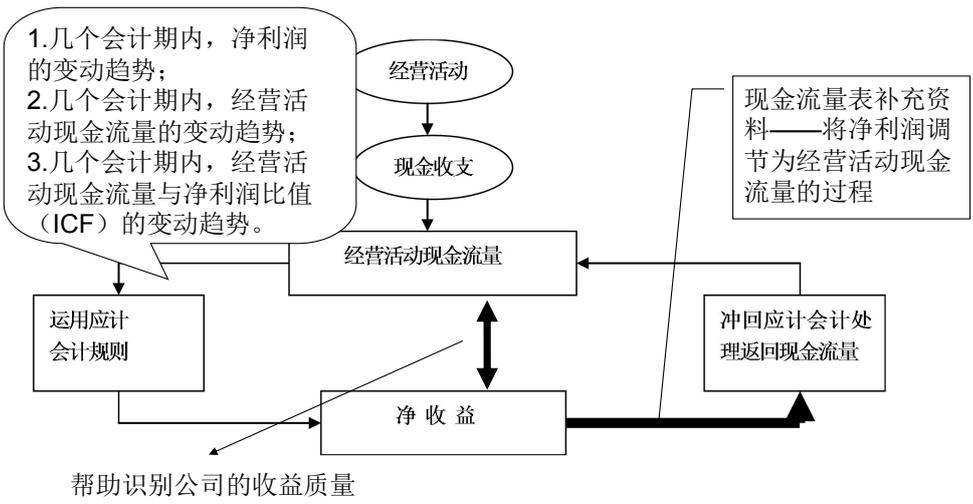
**连年亏损的公司不可怕，
只要他有现金流！**

现金流量表分析 ——关于现金流量表的比喻



企业能否持续存活及竞争的核心工具

经营活动现金流量的分析 ——现金流量表与利润表



净利润与经营活动现金流量之间的关系



经营活动现金流量	+	-	+	-
净收益	+	+	-	-
常用比较方法：经营活动现金净流量与净利润的比率（ICF）	<p>经营活动现金净流量的增长同步于（快于）净利润的增长速度（ICF增长）</p> <p>子特征： ①A/R控制得当； ②存货控制得当； ③A/P控制得当。</p>	<p>净利润在增长，经营活动现金流量却在衰退（ICF快速减少）</p> <p>子特征： ①A/R大量增加； ②存货大量增加。</p>	<p>净利润衰退，但经营活动现金流量却呈增长迹象（ICF波段走低后逐渐走高）</p> <p>子特征： ①通过计提大额减值准备甩掉经营包袱</p>	<p>净利润和经营活动现金流量同时衰退（ICF减少）</p> <p>子特征： ①持续性的经营活动现金净流出会导致公司出现财务危机</p>
	成长型公司	外强中干型公司	逆境反转型公司	经营衰退型公司

净利润与经营活动现金流量之间的关系小结

- 短期来看，企业获利与经营活动现金的流动方向可能不同；
- 但长期来看，两者的发展趋势必定归于一致。
- 就企业的本质而言，它必须能创造经营活动的现金净流入；
- 经常出现经营活动现金净流出的企业，绝大多数都有会计问题。

截至2013年6月30日，美国非金融公司所持现金总额为1.48万亿美元，与2012年底的1.45万亿美元相比增长2%，与2006年底时的8200亿美元增长81%。据统计，前50大现金持有公司占据了现金总量的62%。前五大公司分别为苹果、微软、谷歌、思科、辉瑞，5家厂商所持有的现金量超过了总额的四分之一。与此同时，科技行业内的企业所持现金规模最大，总共积累了5150亿美元现金。而苹果的现金储备为1470亿美元，几乎为排在第二位——微软公司所持现金量770亿美元的两倍。



很久以前，我也曾经向做完期末结算报告的财务经理发问：“赚到的钱哪里去了？”他回答说：“利润变成了应收账款、库存品、设备等各种形态，不能简单明了地说在哪里”。

我又追问：“要从利润中分红，分红的钱在哪里？”财务管理回答说利润不是手头的现金，分红的资金准备从银行借贷。

我觉得很奇怪，“分红的钱没有，要特意去银行借，这能说赚钱吗？”财务经理却说：“是的，那也叫赚了钱。”

.....清楚地掌握赚到的钱在哪里，以什么形式存在，这是经营的基本。可是，看到财务人员花了许多时日才做出来的结算表，方才明白钱在哪里，这就称不上“以现金为基础的经营”。对已经过去的事实，已来不及采取对策。....

但是，现在手头的现金，却可以在每一个瞬间都确切地掌握，如果不能随时掌握自己手头可以自由支配的现金，那么在快速变化的经营环境中就无法正确地掌握经营之舵。

.....我的会计学依据这一观点，不是从会计上的利润出发考虑现金流量，而是把经营如何“以现金为基础”放在中心位置。

要学会从资产负债表和损益表里
看出你的现金流量问题。

从资产负债表看



现金 9,805	流动负债 6,384
其它流动资产 1,234	长期负债 517
固定资产 1,665	股东权益 5,803



现金 1,644	流动负债 17,444
其它流动资产 23,811	长期负债 6,888
固定资产 10,750	股东权益 11,873

一张好的现金流量表

“左边（资产）要‘小、短、向上’”
“右边（负债和权益）要‘大、长、向下’”

营运资本管理
(Working Capital Management)

营运资本管理

- 所谓“营运资本管理”，从传统的意义来讲，就是对公司流动资产与流动负债的管理。它要求公司在资金来源与资金占用上应互相匹配，以保证公司短期的偿债能力。然而，随着管理水平的不断提高，营运资本管理思想也逐渐发生变化。它不再过分强调资金来源与资金占用的匹配性，而是要求管理层尽可能多地利用“免费”或“无息”的资金来源，如应付账款等，来满足公司的日常经营需求；同时，在保证流动性的前提下，尽可能多地降低资金在无盈利能力资产上的占用，如应收账款等。这就将营运资本管理的思想、方法和应用推向了一个新的高度。

传统营运资本管理思想

- 传统的“营运资本需求量”（WCR），就是流动资产与流动负债的差额，用公式表示如下：
$$\text{WCR} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$$
- 当前者等于后者，营运资本需求量为零，表明公司的流动资产恰好可以偿还公司的流动负债，公司的短期偿债能力正常，公司的短期财务风险适中。
- 当前者大于后者，营运资本需求量为正数，表明公司的流动资产足以偿还公司的流动负债，公司的短期偿债能力较高，公司的短期财务风险较低。
- 当前者小于后者，营运资本需求量为负数，表明公司的流动资产不足以偿还公司即将到期的短期负债，公司的短期偿债能力较差，公司的短期财务风险较高。

现代营运资本管理思想

- 现代营运资本管理思想就是减少资金在无收益流动资产的占用，同时增加无成本流动负债，并延长无成本流动负债的偿债时间。当无成本流动负债能够满足公司无收益流动资产的占用时，就达到了所谓的“零营运资本”。不仅如此，营运资本管理出色的公司在使无成本流动负债满足无收益流动资产的占用之外，还能够利用剩余的无成本资金购买短期融资工具或开展收购兼并等活动，这就出现了“负营运资本”。

WCR的计算公式

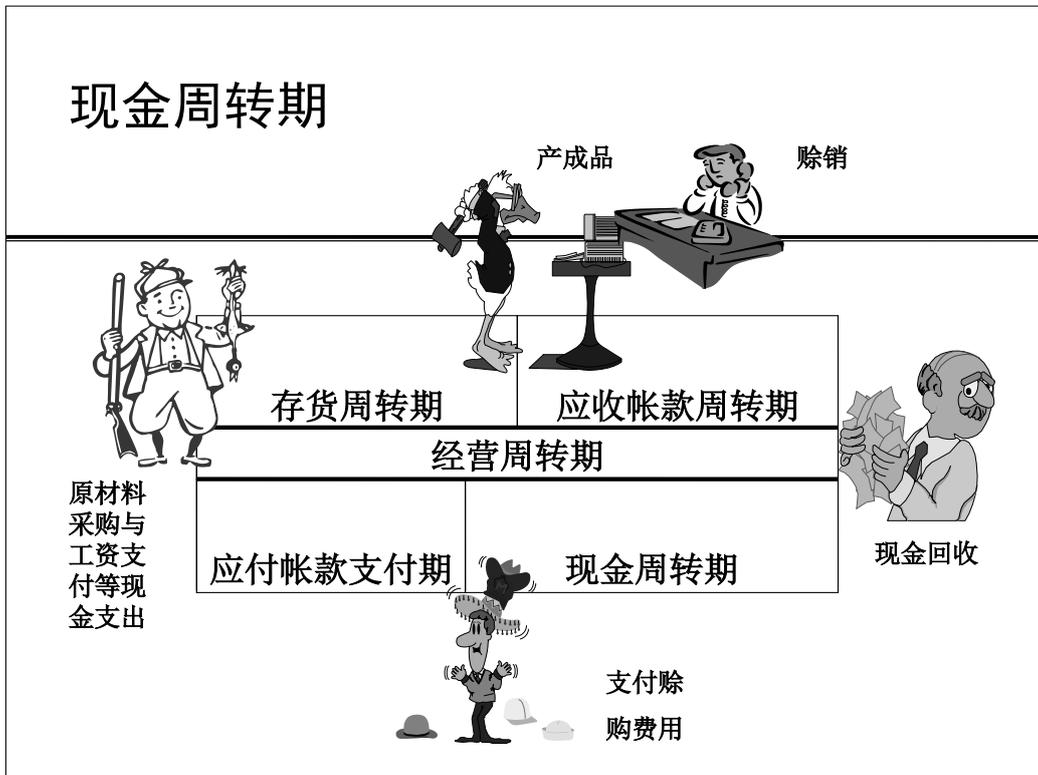
- 最简单的现代营运资本管理需求量的计算公式如下：
- $$WCR = \text{应收账款} + \text{存货} - \text{应付账款}$$
- (1) 假定存货为一个常量，当一个公司的应收账款大于应付账款，其营运资本需求量是个正数，说明其应收账款所占用的资金超过了应付账款所占用的资金，即别的企业占用了公司的资金，说明这个公司是个“弱势公司”；
- (2) 假定存货为一个常量，当一个公司的应收账款小于应付账款，其营运资本需求量是个负数，说明其应付账款占用的资金超过了应收账款占用的资金，即占用了别的企业资金，说明这个公司是个“强势公司”；
- (3) 当一个公司的营运资本需求量呈上升趋势，说明其存货和应收账款增加，或应付账款减少，即自己的企业以商品存货的形式或别的企业以应收账款的形式占用其资金，导致其所需的经营资金增加，说明这个公司正在“由强转弱”；
- (4) 当一个公司的营运资本需求量呈下降趋势，说明其存货和应收账款减少，或应付账款增加，即自己的企业通过减少存货减少了资金占用或通过应付账款的形式占用了别的企业资金，导致其所需的经营资金减少，说明这个公司正在“由弱转强”。

营运资本管理在实践中的运用

- 零售业是个竞争十分激烈的行业，**Walmart**对营运资本的有效管理也许正好可以解释，为什么涉足零售业仅**50**余年的**Walmart**，其在经营上屡获成功，并成功地荣登《财富》全美**500**强排行榜首的位置，而涉足零售业超过**100**年的**K-mart**，却落得多次申请破产保护，在**1999**年度《财富》价值损害型企业中名列第四，最后被另一零售商**Sears**收购的命运。

增长战略首先必须是现金增长的战略

资产负债表和利润表不应该是公司制订战略所依据的第一张报表，现金流量表才是你们应该看的第一张报表！



现金周转期的确定

$$\text{存货周转期} = \frac{\text{存 货}}{\text{销售成本}} \times 365$$

$$\text{应收帐款周转期} = \frac{\text{应收帐款}}{\text{销售收入}} \times 365$$

$$\text{应付帐款支付期} = \frac{\text{应付帐款}}{365} \times \text{销售成本}$$

$$\text{现金周转期} = \text{存货周转期} + \text{应收帐款周转期} - \text{应付帐款支付期}$$

4

动物精神

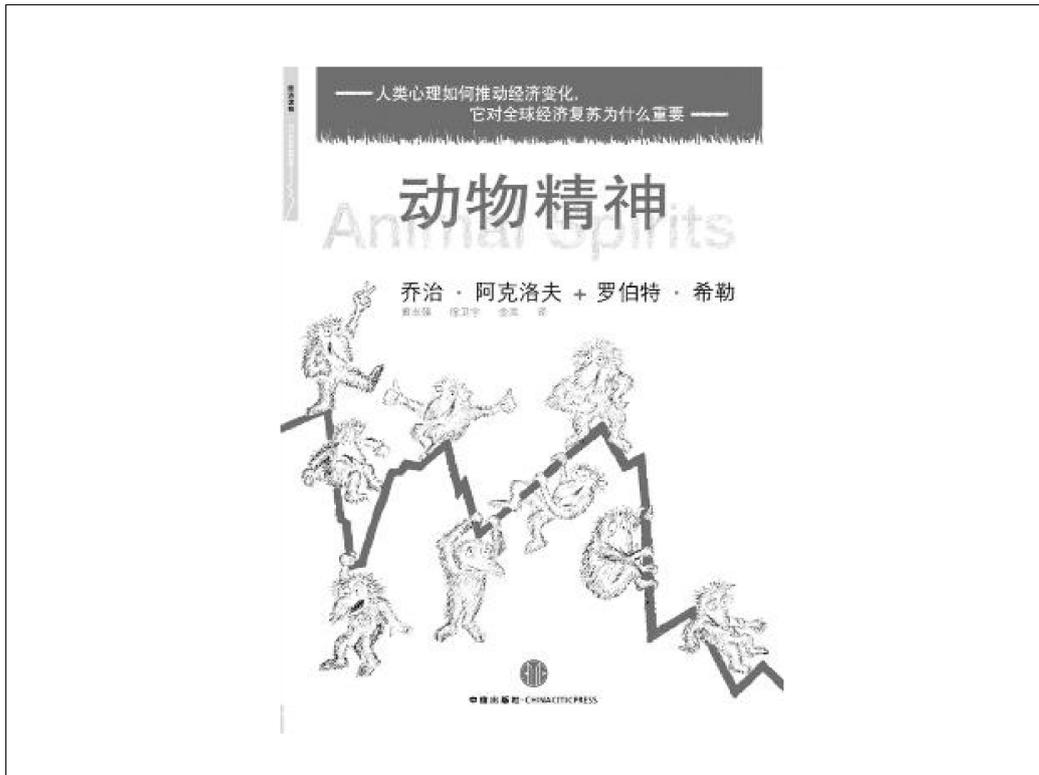
Animal Spirits

财务管理的第四项原则

施乐公司：穿越完美风暴

- **忠诚度** 忠诚于公司，长期工作关系；
- **认同感** 认同公司文化价值，良好的个人价值观；
- **坚持** 勇于接受挑战；敢于顶住压力；
- **洞察力** 对公司未来发展具有明确的方向性；
- **谦和度** 认识到自己的弱点，具有学习能力；
- **驾驭力** 具有复杂问题简单化的能力；
- **沟通** 与员工交流的能力，让员工参与的能力。





动物精神的核心

1. 信心
2. 诚实
3. 忠诚

理想的企业管理者

- 有“设计思维”的人
- 懂得管理的是“他人的钱”的人
- 算得清“钱”的人
- 有“动物精神”的人

增长管理

Growth Management

为什么要管理增长？

许多人认为增长将带来公司利润和市场价值的增加。实际并非如此！在很多情况下，公司盲目增长的投资扩张如抛于汪洋之中，毫无收益甚至亏损，不但不能带来增长，反而造成公司的倒退。如何管理增长是企业高管面临的难题之一。

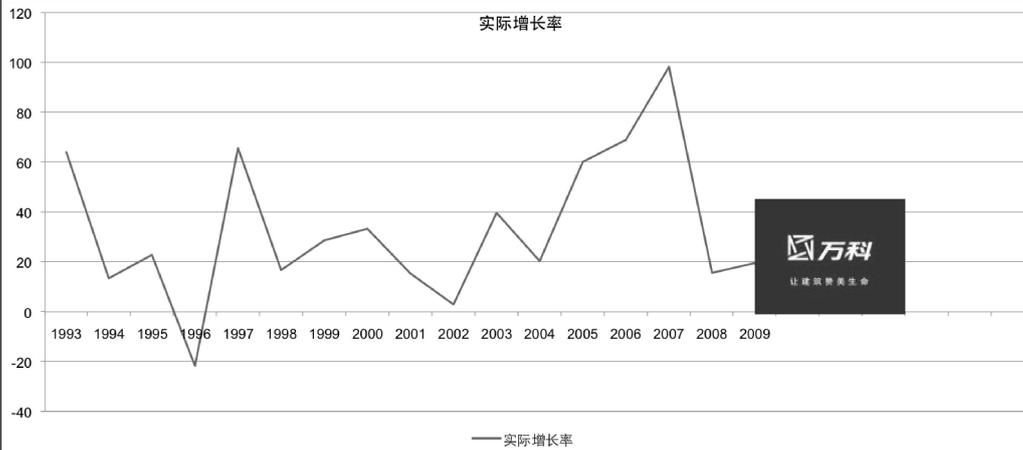
为什么要管理增长？

- 增长并非越快越好
- 现金并非越多越好

实际增长率：我们看问题的习惯角度

$$G = \frac{\text{本年销售收入} - \text{上一年度销售收入}}{\text{上一年度销售收入}}$$

站在十字路口的万科 (2010)



实际增长率无法说明什么？

1. 无法说明这个增长率是不是最好的？
2. 无法说明这个增长率是从哪里来的？

可持续增长率

从ROE到可持续增长g

如果公司不发行新股，也没有其它影响到股东权益的因素变化，则：

$$\begin{aligned} & (\text{期末股东权益} - \text{期初股东权益}) \\ & = \text{净利润} \times b \\ g^* & = \text{净利润} \times b / \text{期初股东权益} \\ & = \text{净利润} / \text{期初股东权益} \times b \\ & = \text{ROE} \times b \end{aligned}$$

g^* 和ROE的区别在于b

b = 留存收益

留存收益(retained earnings)的概念

留存收益指从公司成立以来到某一资产负债表编制日止，公司总收益与所支付给股东的全部股利之间的差额。即公司用于（再投资）企业经营的那部分收益。

税后利润的分配	用友软件 2005—6-3 2004-12-31				
	<p>《公司法》规定，股份有限公司在缴纳所得税后的利润，按以下顺序进行分配：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 弥补以前年度亏损； 2. 按税后利润的10%提取法定公积金； (法定公积金累计达公司注册资本50%以上，可不再提) 3. 按税后利润的5%-10%提取法定公益金； 4. 提取任意盈余公积金； 5. 支付股利 	减：提取法定盈余公积	0	0	0
提取法定公益金		0	0	0	3,472,069
职工奖金福利		0	0	0	0
提取储备基金		0	0	0	0
提取企业发展基金		0	0	0	0
可供股东分配的利润		0	148,214,294	0	140,692,336
减：应付优先股股利		0	0	0	0
提取任意盈余公积金		0	0	0	0
应付普通股股利		0	46,080,000	0	45,000,000
转作股本的普通股股利		0	0	0	0
未分配利润					

股利比率（DR）的确定

$$\text{股利比例 (DR)} = \frac{\text{当年股利}}{\text{当年净利润}}$$

留存收益比 (b) 的确定

$$\text{留存收益比例 (b)} = \frac{\text{当年净利润} - \text{当年股利}}{\text{当年净利润}}$$

b 的作用：增长而不是增肥



用友软件-美丽的股利故事

可持续增长率说明了什么？

可持续增长率公式：四个比率

$$g^* = (\text{净利润} / \text{销售收入}) \times (\text{销售收入} / \text{总资产}) \times (\text{总资产} / \text{股东权益}) \times \text{留存收益比例}$$

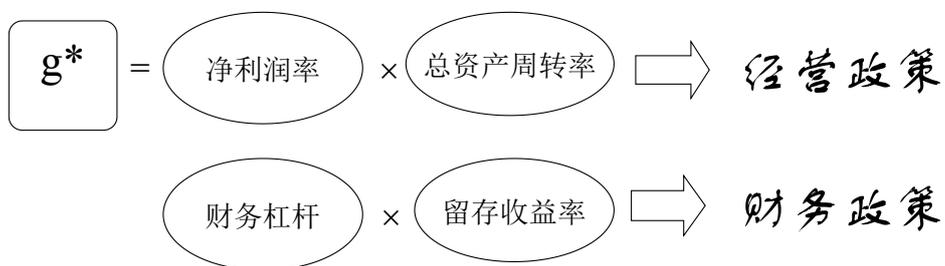
净利润率

总资产周转率

财务杠杆

留存收益比例

增长的源泉：两项政策



可持续增长率说明：

1. 一个公司的增长既取决于当年所获得的股东权益回报率，更重要的是还取决于为股东留下多少增长的资金；

可持续增长率说明：

2. 在给定公司的利润率和总资产周转率以及和留存收益比率和财务杠杆的条件下，一个公司所能实现的最大可能的增长率；

可持续增长率说明：

3. 任何一个公司如果要以超过它的自我可持续增长率增长时，它就必须改变其中的一个或多个财务指标。

两类增长

过度增长

实际增长率



增长不足

实际增长率



过度增长导致现金逆差怎么办？

当实际增长率超过可持续增长率时怎么办？



- 改进经营政策
(净利润率与资产周转率)
- 提高财务杠杆
- 削减股利支付比率 } 财务政策
- 增发新股

增长不足导致现金剩余怎么办？

当自我可实现增长率超过实际增长率时怎么办？



- 忽略问题
- 把钱还给股东：财务政策
- 买增长：经营政策

1. 增长不是必需的；
2. 增长而不是增肥；
3. 现金的增长要比收入的增长重要；
4. 长期的增长要比短期的增长重要；
5. 留多少钱比当年赚多少钱重要。

