

# 发刊词 | 从此成为一个懂财务的人



发刊词 | 从此成为一个懂财务的人



你好，我是贾宁，欢迎加入我的《财务思维课》。

这个世界上的所有事物，只要它在运行，本质上都不是隐藏起来的，而是在对外发送信息，区别只是它们用了不同的语言。

心电图是心脏的语言，微表情是情绪的语言。

财务报表就是地球上所有公司对内和对外沟通的通用语言。

财务报表反映了公司经营的情况，反映了公司战略的意图，反映了公司价值的未来。同时，它也隐藏了公司所有的雄心和企图，隐藏着所有的理念和选择，也隐藏了花招和欺骗。

遗憾的是，财务语言就像天书，它只流通在少数人中间，大部分人对它是又爱又恨。

我愿意来改变这一点。因为我找到了那把通向财务的钥匙。

它就是：财务思维。

## 这个世界一直在奖励有财务思维的人

《财务总监》杂志调查发现，全球财富100强企业中，55%的CEO都有财务背景，其中23%的CEO还持有会计证。

石油大亨洛克菲勒，是从记账员开始做起的；

顶级服装设计大师皮尔·卡丹，毕业后的第一份工作就是会计；

美国几任前总统林肯、华盛顿、杰斐逊，都亲手记过账，做过会计工作；

澳门前任行政长官何厚铨，获得过注册会计师专业资格；

耐克创始人菲尔·奈特，曾经是美国波特兰州立大学的会计学教授；

阿里巴巴的接班人张勇、蚂蚁金服的CEO井贤栋，都是财务出身。

一个有财务思维的员工，才能判断他持有的公司期权，未来能不能让他实现财务自由。

一个有财务思维的投资者，才能判断哪家公司未来更值得去投。

一个有财务思维的经理，才能了解合作伙伴的经营情况，判断未来合作的稳定性。

现在的商业社会，复杂度大大超过以往。

越复杂，越需要一个通用的标准驾驭它；

越复杂，财务在商业运筹中的权重就越大。

也许你永远不会从事财务工作，但你一定永远身处商业社会。

所以，财务思维不是你的一个选项，而是商业社会给你提出的一个新的要求。

## 解决财务的三大核心问题

我知道，得到聚集了一批中国最有上进心和学习能力的人，在未来的社会分工里，你们会承担管理者和决策者角色。

这门《财务思维课》，就是一张带你进入商业世界内场的入场券。

我会从财务面临的三个核心问题入手，带你拿到解读财务天书的钥匙：

一、表征：财报是公司经营活动的记录、量化和呈现。你将学会怎么超越财报的局限，看清一家公司的真实状况。

二、找钱：我会带你通过CEO的视角，看清融资和管理的财务逻辑，掌握资源配置的核心原则。

三、花钱：我会帮你剥离干扰，理解投资和分配背后的真实考量，学到财务高手的决策思维。

当然，我知道你时间宝贵。

所以，在设计这门课程时，我融进了《财务报表分析》、《财务管理》、《管理会计》、《公司金融》、《公司战略》这几门课的精髓，你会洞察它们之间的互动逻辑，掌握财务、管理和战略决策的综合运用。

我也知道，你很怕会计的公式和表格。

所以，我把数字和计算压缩到了最少，把每个财务概念都还原到真实的商业案例里来讲，这会是一门只用耳朵听，也能听懂的财务课。

## 为什么由我来讲？

最后介绍一下我自己：

我在美国学习了9年财务知识，从斯坦福商学院获得了会计学博士学位。

回国后还有幸参与到我国财务政策的研究和讨论里。

这些年我给几千位企业高管讲授过财务课程，走访过上百家公司进行案例访谈。

这些经历让我对企业家被哪些财务问题困扰，如何做财务决策有了深刻了解，我想通过这门课，把背后的方法和洞察分享给你。

还是开头那句话，也许你永远不会从事财务工作，但你一定永远身处商业社会，财务不是你的选项，是时代给你的要求。

从这门课开始，你将成为一个真正懂财务的人。

好消息：得到为第一波挑战财务课程的同学，特别准备了限时优惠作为奖励。优惠价格是69元。（2018年11月22日恢复原价99元。）



表征：  
呈现公司  
经营活动

公司能装进财务报表里吗？  
资产边界：属于你的就是资产吗？  
负债经营：高负债等于高风险吗？  
利润革命：近似的正确好过精确的错误  
利润质量：可持续盈利最珍贵  
现金水平：手里的钱是越多越好吗？  
现金结构：现金流为负，为何还能上市？  
财报实战：凡有表象，必有秘藏  
报表附注：字越小越重要

找钱：  
融资与管理

融资原则：匹配的双重维度  
上市定价：把钱留在桌面上  
效率管理：杜邦分析法  
经营决策：如何筛选有效财务信息？  
成本识别：经营决策的决胜因素  
管理变革：人人都是一张利润表

花钱：  
投资与分配

固定资产：买、租、还是借？  
价值投资：用别人的错误赚钱  
资本预算：项目之间是如何PK的？  
实物期权：应对投资的不确定性  
风险量化：点线面法  
分红政策：分红多就是好公司吗？



留言精选

点击加载留言



# 01 | 公司能装进财务报表里吗？



## 01 | 公司能装进财务报表里...



你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

讲财务思维，你自然会想到会计和财务报表。那它们之间是什么关系呢？

简单来说，财务报表就是一张公司的体检表，会计人员就是抽血、检测，把公司的各项经营活动量化、记录，制成报表的人。

你想想看，为什么我们体检后，还要拿着体检报告找医生诊断？因为体检表上只有数字，背后的因果关系，我们还是需要听医生的意见。

财务思维就是根据体检表结果，做健康判断和决策的能力。

如果想做出正确的决策，首先你得看懂健康体检表的结果。高手不仅懂得怎么看表，更懂得体检表存在哪些局限。

财务报表也是一样。如果你想做出正确的经营决策，就得理解公司哪些经营情况能够在报表中反映出来，哪些是报表中看不到的。

## 财务最重要的三张表

我们先来看看，每家公司都必须编制的三张报表是什么样的吧。

第一张表（图一）是资产负债表。资产负债表是公司的一张照片，它让你看到的是一家公司的“高矮胖瘦”，你可以把这张表从中间切一刀，左边告诉你家底有多厚，这就是资产，右边告诉你购置这些家底的钱又是从哪里来的。

项目	本期发生额	上期发生额
一、营业总收入	4,537,642,658.24	3,467,748,271.68
其中：营业收入	4,537,642,658.24	3,467,748,271.68
利息收入		
已赚取利息		
手续费及佣金收入		
二、营业总成本	3,395,838,813.93	2,603,323,130.27
其中：营业成本	1,486,913,593.17	1,254,140,999.84
利息支出		
手续费及佣金支出		
资产减值损失		
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）		
投资收益（损失以“－”号填列）	-8,629,003.66	-2,512,308.67
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	12,525,910.81	1,928,648.77
汇兑收益（损失以“－”号填列）		
资产处置收益（损失以“－”号填列）	3,874,918.44	3,869,001.04
其他收益	18,615,422.93	
三、营业利润（亏损以“－”号填列）	1,155,706,386.01	867,082,784.38
加：营业外收入	44,365,263.61	27,048,773.44
减：营业外支出	4,607,106.43	3,169,962.93
四、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	1,195,464,543.19	891,961,594.89
减：所得税费用	201,287,930.69	144,254,558.62
五、净利润（净收益以“－”号填列）	993,176,612.50	746,706,036.27
（一）持续经营净利润（净收益以“－”号填列）	993,176,612.50	746,706,036.27
（二）终止经营净利润（净收益以“－”号填列）		
归属于母公司所有者的净利润	899,085,330.05	679,255,372.63
少数股东损益	94,091,282.45	67,450,663.64
六、其他综合收益的税后净额	179,374,390.32	84,857,983.54
归属母公司所有者的其他综合收益的税后净额	179,374,390.32	84,857,983.54
（一）以后不能重分类进损益的其他综合收益		
1.重新计量设定受益计划净资产或净资产变动		
2.权益法下在被投资单位不能重分类进损益的其他综合收益中享有的份额		
（二）以后将重分类进损益的其他综合收益	179,374,390.32	84,857,983.54
1.权益法下在被投资单位以后将重分类进损益的其他综合收益中享有的份额		
2.可供出售金融资产公允价值变动损益	161,656,061.77	84,158,001.60
3.持有至到期投资重分类为可供出售金融资产损益		
4.现金流量套期损益的有效部分		
5.外币财务报表折算差额	9,318,328.55	707,981.94
6.其他		
归属于少数股东的其他综合收益的税后净额	8,761,664.95	604,994.23
七、综合收益总额	1,173,825,972.07	832,351,018.13
归属于母公司所有者的综合收益总额	1,069,896,226.17	764,113,271.17
归属于少数股东的综合收益总额	102,956,745.90	68,137,296.96
八、每股收益：		
（一）基本每股收益	0.4053	0.3913
（二）稀释每股收益	0.5053	0.3913

第二张表（图二）叫损益表，也叫利润表，它分上中下三部分，上部分是销售收入，中间部分是成本，收入减去所有的成本之后，最下面的就是利润。

项目	本期发生额	上期发生额
一、经营活动产生的现金流量：		
销售商品、提供劳务收到的现金	4,704,830,302.64	3,708,771,566.89
客户存款和同业存放款项净增加额		
向中央银行借款净增加额		
向其他金融机构拆入资金净增加额		
收到原保险合同赔付款项的现金		
收到再保业务现金净额		
保户储金及投资款净增加额		
处置以公允价值计量的金融资产取得现金净额		
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		
收到利息、股利及其他投资活动的现金		
新发行债务净增加额		
回购业务资金净增加额		
收到的税费返还	42,742,540.49	992,934.75
收到其他与经营活动有关的现金	119,143,821.41	71,182,434.75
经营活动现金流入小计	4,866,616,664.54	3,780,947,936.43
购买商品、接受劳务支付的现金	1,398,603,942.18	1,380,868,402.25
客户贷款及垫款净增加额		
存放中央银行和同业款项净增加额		
支付原保险合同赔付款项的现金		
支付利息、手续费及佣金支出		
支付保单红利的现金		
支付给职工以及为职工支付的现金	792,666,222.56	632,638,208.50
支付的各项税费	708,674,758.52	463,287,682.25
支付其他与经营活动有关的现金	1,052,809,158.01	612,362,705.08
经营活动现金流出小计	3,952,754,123.27	3,086,657,198.08
经营活动产生的现金流量净额	813,132,541.27	694,290,747.44
二、投资活动产生的现金流量：		
收回投资收到的现金	56,701,534.31	88,855,513.40
取得投资收益收到的现金	4,466,968.85	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	311,572.12	9,237,567.59
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额		
收到其他与投资活动有关的现金	10,864,051.58	16,708,326.29
投资活动现金流入小计	72,383,146.86	111,899,407.10
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	718,653,611.72	123,894,811.08
投资支付的现金	911,709,016.62	911,974,255.22
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	134,727,935.24	535,536,123.41
支付其他与投资活动有关的现金	10,000,000.00	
投资活动现金流出小计	1,775,100,563.58	1,555,205,190.71
投资活动产生的现金流量净额	-1,702,717,416.72	-1,443,305,783.61
三、筹资活动产生的现金流量：		
吸收投资收到的现金	15,247,986.20	715,832,556.74
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	15,247,986.20	132,432,039.32
取得借款收到的现金	2,964,846,378.68	1,379,255,176.89
发行债券收到的现金	600,000,000.00	1,198,200,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	13,063,440.00	
筹资活动现金流入小计	3,593,260,124.88	3,283,287,733.63
偿还债务支付的现金	2,315,429,411.10	1,658,829,180.37
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	281,675,244.33	249,794,734.51
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润		
支付其他与筹资活动有关的现金	185,684,699.37	806,931,266.09
筹资活动现金流出小计	2,618,689,754.78	2,515,551,180.96
筹资活动产生的现金流量净额	974,570,370.10	767,736,552.67
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-7,612,227.80	2,473,060.48
五、现金及现金等价物净增加额	179,586,263.85	33,949,904.26
加：期初现金及现金等价物余额	1,832,000,351.46	1,818,450,327.20
六、期末现金及现金等价物余额	2,011,586,615.31	1,852,399,231.46

在普通人眼里，三张报表就是一份数据，但是，在财务高手眼里，这三张报表是一个工具和一门语言。

从企业内部来看，它是管理和决策的工具；从企业外部来看，它是最通用的商业语言。

## 对内：财务是管理和决策工具

财务老师特别喜欢把企业的管理者比作一架航班的机长。你肯定知道，开飞机的时候，机长主要会根据仪表盘的指标，来判断飞机的方向和速度。仪表盘为什么重要呢？因为飞行过程中，机长不可能自己去收集飞机的实时数据。仪表盘的作用，就是汇总飞行数据，帮助机长做判断。

财务报表在企业内部，起的就是仪表盘的作用。把公司经营的实时动态，转化成财务仪表盘上的指标，企业管理者就会根据需要，抓取数据，进行管理和决策。当然，没有经过财务训练的企业管理者，就不知道怎么正确理解这些数据，并且做出预判。

## 对外：财务是商业沟通的通用语言

接着说它的第二个功能，对外用来和投资者进行沟通。

为什么需要财务报表来进行沟通呢？

让我们反过来想一想，假设没有财务报表，商业世界会是什么样的？

我们都知道，商业的核心是交易。企业之间的并购也是一种交易。假设你现在想收购一家企业，市面上有很多选择，但这些企业质量差别很大。

虽然这些企业很清楚他们的质量如何，但问题是，你作为买方并不清楚。在缺乏了解的情况下，作为一个理性的买者，你只能根据市场上这些公司的平均质量，来决定你愿意出多少钱来收购一家企业。

面对这个平均价格，那些低质量企业知道你出价高了，所以特别想把公司卖给你。那些高质量的企业呢？他们觉得价值被低估了，所以只能选择不出售，或者赔本卖给你。

时间长了会出现什么情况呢？会出现一种“劣币驱逐良币”的现象，也就是说，所有的优质企业会逐渐退出市场，最后留在市场上的就只有劣质企业了，你能买到的企业质量只会越来越差。

这个问题，就是现代经济学在研究市场交易时提出的一个经典问题，叫“逆向选择”。

为什么会出现这个问题呢？主要就是因为交易双方之间的信息不透明，你分不出哪些是好企业，哪些是坏企业。

其实在生活当中，所有的交易都存在类似问题，比如买车，买房，甚至去买个菜，都可能由于不了解情况，而被卖家蒙骗。

那怎么解决这个问题，建立一个良性的市场机制呢？

那就是想办法让双方之间的信息变得透明，彼此加深了解。

但问题是，你的时间和精力都是有限的，不可能亲自去走访市场上每一家企业吧

但问题是，你的时间和精力都是有限的，不可能亲自去走访市场上每一家企业吧。

如果企业能通过一种方法，给你总结和展示自己的经营状况，你不是就可以很快判断出这家公司的好坏了吗？

这个方法，就是提供一套财务报表。

## 真实性是第一原则

听到这里，你可能会说，那财务报表也得没有水分，也就是没有做假，才能真正反映企业的情况啊。

你说得非常对，事实上，财务报告的首要原则，就是真实性原则。

早在1939年，会计学界的元老麦克尼尔就首次提出了“真实性原则”。会计学界的另外一位元老斯科特也曾经明确提出，“财务报告应该毫无虚假地、真实地描述”。

没错，但“真实”不代表“全部”。因为财务报表是根据一套统一规则编制的，也就是我们说的会计准则，而任何准则都有局限性。一家企业真的能被完整装进财务报表里吗？事实上，这是做不到的。

比如资产。你肯定知道，高科技企业最有价值的资源，不是厂房设备，而是技术、研发，人才这些无形资产。这些无形资产，由于无法精准量化，所以会计准则就不允许它出现在财务报表中。

再比如负债。公司租用设备，需要定期交租金，所以租赁其实是企业的债务。但是会计准则规定，如果租期短，就不要求企业在报表中把这个债务报告出来。可是，不在报表中出现，就说明这个债务没风险吗？事实上，2008年全球金融危机，一大批企业就是死在了没有要求列在报表中的债务上。

你看，有些重要信息你可能从报表上看不到。

此外，即使你看到了重要信息，如果你不懂财务，也看不出数字表象背后，企业的真实意图。

举个例子，你就明白了：

如果一些公司的报表中报告了正的利润，你可能就以为公司经营情况很好。比如上市公司高伟达，2016年报告了2310万净利润，股民欢欣鼓舞。但懂财务的人都能看出，它的利润来源，可不是来自主营业务，而是因为卖了一处北京的房产，这其实隐藏着巨大风险。除了高伟达，2016年有一大批公司都是通过出售房产提高利润的，甚至还能扭亏为盈。

最后我想说：

如果财务报表是一个电脑游戏，我不是要教你写代码，而是直接带你进入游戏体验。

如果财务报表是一张体检表，我不是教你抽血验血的技术，而是直接带你做出健康诊断。

在第一模块中，我的目标不是给你讲复杂晦涩的会计准则，而是既带你看到报表里的全部信息，又看到报表之外的隐藏信息。

## ——◆ 课堂小结 ◆——

第一，财务报表的价值是什么？它对内是管理和决策的工具，对外是商业沟通的通用语言。

第二，如何看待财务报表？因为会计准则的局限性，财务报表不能真实反映企业经营的全部情况。

## ——◆ 课后思考 ◆——

有人说，在互联网和新经济时代，企业无形资产越来越重要，这些资产目前无法体现在财务报表里，所以，财务报表变得越来越没用了。你同意这个观点吗？

我会在课程的最后一讲专门讨论这个问题，在这之前，我想先听听你的想法，你也可以看看，学完这门课你的想法会不会改变。

欢迎你给我留言。

如果你觉得有收获，也欢迎你吧《财务思维课》分享给你的朋友。我们下节课见。



## 02 | 资产边界：属于你的就是资产吗？



02 | 资产边界：属于你的就...



你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

上一讲我们提到，企业财务报告包括三张重要的表：资产负债表、损益表、现金流量表。

今天我们主要讲资产负债表，一般的会计课，这时候就开始给你讲怎么编制报表了。但这一讲，我不教你做表，而是带你站在财务高手的视角，看看基于财务思维，如何理解资产。

为什么我们上来就讲资产呢？因为在资产负债表中，资产占了整整一半，可见它是多么重要。

你肯定知道，企业经营每天都在花钱，一般我们认为，花钱买来的那些看得见摸得着的东西，比如设备、办公桌椅就是资产，看不见的花费，比如水电、工资，这些就是费用。

但真的是这样吗？

### 一、什么是资产？

我来问你一个问题。假如一家蛋糕店接了一个特殊订单，为此买了一批特殊形状的模具。蛋糕做完之后，剩下30个特殊模具。问题来了：这30个剩余模具是资产还是费用呢？

你可能会说，这些模具是真金白银买来的，当然是蛋糕店的资产。

但是如果你问稻盛和夫这样的顶级管理者，他可不是这么看的。

稻盛和夫一生创办了两家世界500强企业。他在经营京瓷这家企业的时候，就遇到过类似问题。京瓷的产品，在早期都是按客户要求订制的。但是稻盛和夫没有把剩余模具作为资产，而是作为费用从京瓷的账上消除了。

他这么处理的原因是什么呢？

很简单，因为这些模具是给客人定制的，别人用不上啊。如果这个客人以后不来了，这些模具实质上就没有价值了，也就是说，这些模具未来不能再给京瓷带来任何的收益！所以它们虽然是花钱买来的，但是并不是资产。

你听出来稻盛和夫认定资产的标准了吗？标准其实只有一个：那就是未来能不能给企业带来收益？只有那些未来能够给企业创造利益的经济资源，才是资产。

你可能会问，如果把这些剩余模具错误认定为资产，对蛋糕店会有什么影响呢？

首先，把费用错当成资产，当期利润就会增加。蛋糕店就要缴纳更多的税。你想想，这些剩余模具不但本身没价值，蛋糕店要再额外支出一笔税金，是不是很亏？

我们再假设，这时有一笔银行贷款到期了，蛋糕店现金不够，需要变卖一部分库存还债。财务经理看到账上有价值30个模具的资产，以为可以卖掉这些模具获得一些现金来还债。结果呢？这30个模具没有人买，蛋糕店还不上贷款，很快就破产了。

所以你瞧，正确认定资产这件事有多重要。

我们上一讲说了，由于会计准则的局限性，会导致财务报表中认定的资产和企业实际拥有的资源之间不完全对应。具有财务思维的管理者，能够超越会计层面的定义，从资源的真实价值角度看待资产。

这就导致资产的界定上仍然有很多误区，下面咱们就来仔细说说。

### 二、研发支出是资产还是费用？

在互联网时代，会计处理上最有争议的，恐怕就是研发投入了。

根据咱们国家之前的会计准则，研发投入是当成费用来处理。

为什么呢？因为研发的失败率太高了，未来能否给企业带来收益非常不确定。

但是我们想想，如果把研发投入当成费用，会对企业产生什么影响呢？

刚才说了，费用会降低利润，所以企业研发投入越多，当期利润就越低，甚至可能从盈利变成亏损！

所以很多企业家都抱怨，虽然这些年一直在强调创新的重要性，但是会计准则不是在鼓励创新，而是在抑制创新。

你可能会说，那就不要投入研发了呗，这样问题不就解决了吗？

但是你看所有上市公司，哪一家不是仍然在坚持投入研发。据统计，2017年，A股上市公司研发投入金额一共是5732亿。

难道这些上市企业的CEO不知道研发支出对利润的负面影响吗？

他们当然知道。但是他们更明白，研发是企业核心竞争力，研发支出在未来能够为企业创造巨大的经济利益。

所以在这些财务高手眼中，研发支出并不是费用，而是资产。

而且，他们的判断是正确的！

美国著名的无形资产专家，Sougiannis教授研究发现，公司每增加1美元研发支出，可以在之后的7年累计增加2美元的利润。

那投资者又是怎么看待研发支出的呢？

事实上，他们也能超越会计准则的局限性，从研发的本质来看待它的价值。

研究发现，公司每增加1美元研发支出，这个公司在资本市场的估值平均增加5美元！

你看，投资者也认为研发投入，其实是资产，而不是费用。

考虑到企业这些真实的情况，这些年，会计准则也做出了一些让步和调整，没有那么保守了。

现在的会计准则规定：研发的早期阶段，也就是“研”这个阶段的投入是费用，但是到了“发”这个阶段，就可以被记录成资产了。换句话说，当某个资源的投入，比较确定地能为企业带来未来利益的时候，它就从费用变成资产了。

### 三、怎样从费用变成资产？

说完研发，我们再说说人的问题。都说21世纪人才最贵，人是资产还是费用？

我在清华工作。我的工资在清华的财务报表上是怎么记录的呢？会计把发给我的工资放在“费用”一栏，也就是说，我的工资是学校日常经营的消耗。

那体育明星呢？他们的薪酬也是费用吗？

我们都知道，明星球员的转会费是很贵的，比如我很喜欢的梅西，他的转会费已经达到1.2亿欧元。

在俱乐部的报表中，梅西这么大笔的转会费可不是费用，而是作为无形资产被记录的。

更新微信：761415738

为什么？

因为球员是俱乐部最重要的资源，俱乐部对梅西有足够的信心，认为他能给俱乐部未来带来巨大的商业利益。我们之前说了，能带来未来利益的投入，就是资产，所以他的转会费是资产。

咱们国家也是一样。如果你看广州恒大淘宝足球俱乐部的财务报表，就会发现，球员的薪酬是作为“无形技术资产”记录的。

所以你看，当一个人的价值足够大，能够为组织带来巨大的商业利益，就可以从“费用”变成“资产”啦。

现在你想想，你老板是怎么记录你的工资的，是资产还是费用呢？

### 四、资产仅仅是部分资源

现在你知道了，有些报表中看到的费用，在财务高手眼里，其实是资产。

但是其实还有一些对企业来说非常重要的资产，并没有出现在报表里的。

我问你一个问题。你在高考填志愿之前，看过那所学校的财务报表吗？

我猜你可能会说，“没看过，因为没用啊”。

你说的很对。



你说的很对。

拿我工作的清华大学为例，如果你去看清华的财务报表，会发现主要资产有教学楼、宿舍、还有很多食堂。清华的万人食堂特别有名，里面有你能想到的各种菜系，有机会一定要来尝尝。不过，清华是靠食堂吸引到全国的高考状元吗？要真是这样，中国最热门的学校应该是“新东方烹饪学校”。

那是什么起作用了呢？是清华的牌子。

“清华大学”这四个字，往那儿一放，不用做任何招生宣传，大家就来报考了。

所以，“清华大学”这四个字值钱吗？值钱。那在清华财务报表的“资产”一栏里能看到吗？看不到。

为什么？

答案就在于，“清华大学”这个有声望的品牌虽然符合资产的条件，但问题是，它的价值无法量化。没人能算出这四个字究竟能产生多少收益。

不能量化的资源，会计准则目前就不允许它出现在报表中。

所以，企业最值钱的资源，不一定会出现在财务报表里。

你知道世界上最值钱的饮料品牌是哪个吗？可口可乐。这品牌值钱到什么程度呢？可口可乐公司的创始人曾经说过，假如有一天公司所有厂房设备突然化为灰烬，只要他还拥有“可口可乐”这个品牌，半年后就能复制一个与现在规模一样的可口可乐公司。

但是，可口可乐的品牌价值，也没有反映在公司报表里。

但是作为投资者，如果你不知道可口可乐还有这么值钱的“表外”资产，会怎样呢？

你会严重低估这个公司的价值。假设有一家与可口可乐一模一样的公司，没有任何品牌资源。从报表上看起来，这两家公司的价值都一样，但是由于品牌资产能够在未来给可口可乐带来更高的收入和利润，因此未来可口可乐的价值一定更高。

如果你投资了另外那家公司，那岂不是亏了。

### ——◆ 课堂小结 ◆——

财务高手看待资产的方式主要有以下两点：第一点，只有能在未来产生收益的经济资源，才是资产。第二点，企业所拥有的资源，远远大于财务报表中记录的资产。这其实是财务报告现在面临的一个挑战，那就是怎么量化和表征企业的无形资产。关于这一话题，我以后会专门讲到。

### ——◆ 课后思考 ◆——

请你举一些例子：哪些你认为的个人资产，其实是费用？哪些你认为的费用，其实是资产？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

点击加载留言







是一个道理。

另有一种是用供应商的钱。比如京东、苏宁、格力这些企业。他们是怎么做的呢？

京东卖东西都是马上收钱的对吧，比如今天卖给你100块钱书，你得马上给京东100

块钱。但是京东在拿到你的钱之后会马上

把30块钱的货款给供货商吗？不会。通常

京东会押款，少则几个月，多则一年。

这么一来，原本不属于京东的那30块钱就能在京东的报表上多待一年，不但让京东的现金流更好看，而且京东还能用这30块钱赚利息。

其实生活中，我们也可以借鉴这个方法赚钱。假如现在你有个好的投资机会，投资100万能获利20万。你说我没这么多钱啊。没关系，你可以向银行贷款啊，这样即便利息10万，除去利息你还能净赚10万。

这就是用银行的钱赚自己的钱。

所以，财务高手在基于企业负债水平判断风险时，首先会去了解负债的性质是什么。

负债可以分为两种。

第一种是由于经营方式产生的负债。比如OPM模式，这种负债其实不可怕，也没有利息压力，财务高手在评估风险的时候最关注的不是这些债务。

第二种是金融性负债。就是企业需要偿还利息和本金这种性质的债务。这种债务越多，这家公司的财务风险就会越高。遇到这种负债你一定要当心。

三、风险要通盘看

我表妹还犯了第三个认知错误，那就是评估风险只看了负债。

除了负债，还有很多其他因素会导致一家公司破产。比如，即便一家公司资产负债率低，但如果现金流管理不善，资金链断裂，一样会破产。或者，一家公司产品没有核心竞争力，也会被其他公司打垮。

所以企业风险不是仅由负债决定的，需要通盘来评估。

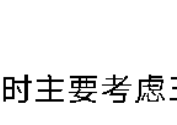
### ——◆ 课堂小结 ◆——

在管理者的眼中，看待负债时主要考虑三点：第一点，负债率和其他财务指标都不能跨行业比较。第二点，负债性质决定负债风险。经营性负债属于低风险负债，金融性负债属于高风险负债。第三点，企业风险要通盘看，不能只看负债率。

### ——◆ 课后思考 ◆——

你能找到一家使用OPM这个模式的上市公司吗？请你计算一下它的资产负债率是多少？你认为它的真实风险有多高？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

点击加载留言

评论



# 04 | 利润革命：近似的正确好过精确的错误



04 | 利润革命：近似的正确... ↓

你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

在“资产边界”那一讲中，我们说企业拥有资产是为了用这些资产赚钱，这一讲我们就说说什么是赚钱，对应的就是财务报表中的第二张表格：损益表。

听到这儿，你可能会很疑惑，怎么可能有人连什么是赚钱都不知道呢？

但是事实上，每次我在清华给高管上课，都会先问大家这个问题，并不是每个人都能答对。这些天天想着怎么赚钱的企业高管都不一定能答对，所以这个问题，没这么简单。

同样的问题现在我也来问问你。假设你有1万元可以投资，你把钱投资给麦当劳，麦当劳能用这些钱获得1000块的利润。如果你投给肯德基，能获得1500块的利润。请问，麦当劳给你赚钱了吗？

我猜你会说，不是赚了1000块钱吗？

但是如果你问一个财务高手，他会说，麦当劳不但没有给你赚钱，还给你亏了500块！

## 一、利润革命与价值创造

麦当劳这个例子，其实代表着财务界对“什么是赚钱”这个问题的一场思想革命。

麦当劳赚的1000块钱，是我们通常熟悉的会计利润，也就是我们在损益表当中看到的利润数字。

会计利润是怎么算的呢？

就是收入减去所有看得见的成本。比如麦当劳卖一个汉堡15块钱，做这个汉堡用的牛肉、生菜这些原料，还有管理费等这些成本一共10块钱，那么麦当劳在这个汉堡上的会计利润就是5块钱。

这样衡量利润有什么问题？

这个利润只衡量了盈利水平，却不能衡量盈利能力。因为它忽略了投资的一个重要隐形成本，那就是资金的机会成本。

一般来说，每个人的投资选择不会只有一个。当你决定投资一个项目的时候，其实你放弃了其他项目能给你带来的收益。

回到开头麦当劳的例子。你选择投资麦当劳的时候，你实际上放弃了投资肯德基赚1500块的机会。

所以要判断麦当劳是不是真给你赚钱了，你得减去肯德基的利润。只有当麦当劳的利润超过肯德基时，才是真正给你赚了钱，或者说给你创造了价值。

你现在明白为什么开头财务高手说，麦当劳给你亏了500块吧。

会计利润的最大问题，就是没有考虑资金使用的机会成本。会计利润是和谁比的呢？和“零”这个基准线，只要大于零，会计利润认为就是在给股东创造价值。

正确的比较“基准线”，应该是投资人在其他类似项目上能够获得的收益，也就是把钱投资给你的机会成本。

## 二、什么是资金的机会成本？

意识到这点后，会计界就开始了一场利润革命，开始用一个叫“经济利润”的概念来衡量什么是赚钱。

经济利润=会计利润-资金的机会成本

“机会成本”这个概念，薛兆丰老师也曾经讲过。就是当你做一个决策时，所放弃其他选择中价值最高的那个。

不过有一点他没有讲，机会成本是会变化的。同一种资源在某些情况下是机会成本，在另一些情况下就变成沉没成本了。

我在美国的时候常去一家烧烤店。这家店卖一种牛肉饼和一种辣酱汁。去多了，就发现牛肉饼是每天一定有的，而辣酱汁是“限量”的，不是每天都供应。

跟老板熟了才知道，这家店每天会预估需要腌制多少牛肉做牛肉饼。如果估计偏高导致腌制的牛肉过多，剩余的牛肉无法存放，就只能将牛肉捣碎来做辣酱汁。

我问你，烧烤店在计算辣酱汁的成本时，应该包括这些剩余的腌制牛肉吗？

答案是，不应该包括，因为这些牛肉已经经过腌制了，如果不用于辣酱汁，也是要扔掉的。借用薛老师的话“沉没成本不是成本”。

那我再问你，假如牛肉饼的销量超过预期，但这时候将其中一些牛肉预留出来做辣酱汁，这些牛肉算什么成本呢？

这时候，这些牛肉就变成了机会成本，应该算入辣酱汁的成本，因为这些牛肉本该用于制作牛肉饼的。

所以你看，什么是机会成本，有的时候并不清晰。

现实当中，一家企业资金的机会成本也是很难精准界定的。我们怎么知道麦当劳投资人的资金机会成本是多少？难道每个投资人都有机会投资肯德基吗？

在这种情况下，我们应不应该考虑资金的机会成本呢？

巴菲特说过一句话我很欣赏，他说，“近似的正确好过精确的错误”。

这也是财务发展的一个思维，小步迭代式进步。尽管度量上还不够精准，但是大家已经意识到“经济利润”在衡量价值创造上，仍然是比“会计利润”更好的指标。

事实上，可口可乐、IBM这些世界500强企业早已转向了用经济利润来考核管理层。

咱们国家央企从2006年以后也做了这个转型。

你可能会问，会计利润和经济利润计算出来的数字差别大吗？——非常大。

我给你举个例子。

美国最大的能源公司安然，在金融危机中，所有的财务问题都集中爆发在了这个公司身上。

1999年和2000年的会计利润分别是9亿和10亿美元。公司在2000年年报中说：“公司的净利润在2000年创历史纪录，并且盈利能力有望继续提高。”

但是如果你计算一下安然那两年的经济利润，会发现业绩根本就没有公司吹的那么好。事实上，1999和2000年安然的经济利润都是负的。1999年是-3.3亿，2000年是-6.5亿。

结果到2001年，安然就宣告破产了。

当然安然破产是一个非常复杂的问题，为了让你更直观地感受到会计利润和经济利润的差别之大，我才选了利润这个角度。

安然的会计利润和经济利润为什么会有这么大差异呢？

其实1999年开始，安然的经营就已经出现危机了。公司投资不到高收益项目，但是为了保持正的会计利润，蒙蔽股东，安然就饥不择食地投资了大量低回报项目，包括能源项目和宽带网络。这些项目的回报率非常低，甚至比银行贷款的利率还低，所以虽然表面看起来是个股东创造了利润，但是实际上是在挥霍投资人的钱，导致了负的经济利润，最终导致破产。

## 三、铁路时代和会计折旧

“近似的正确好过精确的错误”这个思维方式，其实是财务中的很多地方都能得到体现。

我想跟你说说美国第一条横跨大陆的铁路工程。这个故事特别重要，我们在之后也会讲到，因为现代财务所有的理论和智慧，都在这个项目里面了。

在没有这条铁路以前，如果想从横穿美国，只能走巴拿马地峡或者乘船经过好望角。无论哪种方式，都需要好几周时间，耗费上千美元。

到了18世纪60年代，美国的技术有了飞跃式的突破，当时出现了两家铁路公司，太平洋铁路公司和中央太平洋铁路公司，准备建造第一条横跨美国大陆的铁路。

这条铁累计投资额高达46亿美元，消耗了当年40%的美国经济产出。

两家铁路公司肯定支撑不了这么庞大的费用。那怎么办呢？

...





用。那怎么办呢？

要说这两家公司的运气也真是好。当时正好赶上资本主义革命浪潮席卷欧洲。为了寻求更稳定的投资环境，欧洲投资者开始把视线转向美国。铁路工程正好给他们提供了投资机会。

这些欧洲的投资人最关心的是什么呢？铁路公司有没有给他们赚钱。

他们就要求铁路公司定期披露“利润”信息。而在这之前，美国企业是从来不对外提供财务信息的。之后，其他公司的投资人开始纷纷效仿这个行为。

你看，这条横跨大陆的铁路工程改变了整个财务披露制度，才逐渐有了今天我们看到的企业年报。

铁路企业有个什么特殊情况呢？

那就是铁路企业的固定资产特别多，比如火车、铁轨，这些都属于固定资产。

日复一日的货物运输，会导致火车和铁轨出现严重磨损，逐渐失去运输能力。

你回忆一下我们是怎么界定资产的？就是未来能否给企业带来收益。

固定资产损耗的部分未来显然是不能继续产生收益的，所以这部分就不再是铁路公司的资产了，而是应该当成费用，从当期利润中扣除。

如果完全不考虑火车和铁轨的损耗，会怎么样呢？

那就会高估了铁路公司未来的运力。好比说，铁路公司未来实际只有50%的运力，结果财务上没有体现出来，投资者看到的还是100%的运力，那未来的实际利润肯定会低于投资者预期，铁路公司未来的日子肯定不好过。

所以铁路公司的会计师们说，好，我们必须想办法在报表中反映出这部分损耗。

这个思路没有人反对。虽然工程师能算出火车和铁轨总共能使用多少年，但问题是，我们怎么知道运输过程中的损耗是什么时候发生的？这个损耗对应的费用应该是今天扣除呢？还是下个月扣除呢？

这时候，会计师们就使用了“近似的正确好过精确的错误”这个思想。

他们是这样做的：假设每天的损耗是一样的，预估火车的使用年限，然后用火车的价格除以预计使用天数，就是每天的折旧费用。

虽然实际上，火车由于每天搭载的货物不同，行驶的路段路况不同，损耗肯定是不一样的。但是用一个合理方法，能近似正确地估计损耗，比完全不考虑这个问题显然还是更贴近铁路公司真实的经营情况。

自此，就产生了利润表上另外一个重要的会计科目，固定资产折旧。

### ——◆ 课堂小结 ◆——

今天我们讲了一个会计界发生的重大思维转变，那就是从“会计利润”到“经济利润”的转变。为什么会有这个转变？

因为“经济利润”比“会计利润”更能反映企业的真实经营水平和价值创造能力。另外，请你记住这句话——“近似的正确好过精确的错误”。

### ——◆ 课后思考 ◆——

你所在的行业，有没有什么项目已经用到了“近似的正确好过精确的错误”这个思维方式呢？或者有什么项目可以利用这个思维方式做得更好呢？能举出一个具体的例子吗？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。

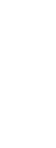


留言精选

点击加载留言



# 05 | 利润质量：可持续利润最可贵



05 | 利润质量：可持续利润... ↓

你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

上一讲我们说了，判断一家企业是不是真的给投资人赚钱，不能看损益表当中的“会计利润”，而是要看“经济利润”。

今天我们还得继续讲利润，因为无论经济利润还是会计利润，说的都是利润大小的问题。

但这只是观察利润的一个角度，也是一般人会看的角度。

财务高手是怎么观察利润的呢？他们会从多个视角看。除了利润大小之外，他们还会考察另外一个重要维度，那就是利润的“可持续性”。

一家公司能不能持续盈利，从投资角度来说特别重要，

因为你投资一家公司的时候，投资的不是它的过去，也不是它的现在，而是它的未来。

虽然利润大小决定了一家企业短期能达到的高度，但是能够决定这家公司有没有未来的，是利润的“可持续性”。

可持续性对企业估值特别重要。你看所有的估值模型，都有一个基本假设，那就是公司能持续经营下去。

同等条件下，利润可持续性高的公司，估值也更高。

不过，企业想保持利润长期的稳定和增长是一件非常难的事情。根据统计，美国上市公司当中，有48%的企业能保持1年的利润增长，然而只有23%的企业能保持3年连续利润增长，能保持10年以上连续利润增长的企业只占0.9%。

所以你看，可持续的利润多么珍贵。

今天咱们就来说说怎么考察一家企业的利润是否具有“可持续性”。听完这讲，你才算是全面了解了利润这个概念。

## 一、盈利可持续性

我们先来讨论一个案例。

假如有两家做牙膏的公司，去年都赚了1000万。第一家公司，其中700万是辛辛苦苦靠卖牙膏赚出来的，另外那300万是靠投资得来的。第二家公司，特别擅长投资，靠投资赚了1200万，但是去年牙膏卖得不好，不但没赚钱，还亏了200万，但投资和卖牙膏两样加起来，去年也赚了1000万。

你会买哪家公司的股票呢？

我猜你可能会犹豫，毕竟这两家公司好像各有所长，一家擅长卖牙膏，一家擅长投资。

但是财务高手会告诉你，一定不要投资第二家公司。

这第二家公司是谁呢？背后其实有个原型。

这家公司就是曾经的中国牙膏“第一股”，两面针牙膏。

你肯定听说过这个品牌吧。两面针当年可是非常牛的一家公司，曾经研发出中国第一支中药牙膏，它和中华、黑妹一起被大家称为国产牙膏的“三大金刚”。

你知道2004年两面针一共卖了多少支牙膏吗？5亿支。

这是个什么概念呢？2004年中国有13亿人，除以5亿支牙膏，等于每2.6个人当中，就有一个人正在用两面针的牙膏。

两面针起步势头很猛，可惜好景不长，因为2006年前后，佳洁士、高露洁这些国外品牌开始强攻中国市场，再加上管理老化，两面针牙膏的销量开始大幅下滑。

一般产品销量下滑，公司会怎么应对呢？会加强营销或者研发新产品。但是两面针是怎么做的呢？这个公司很神奇，不但没有重视牙膏销量下滑这个问题，反而开始涉足其他产业，同时还开始大量买入其他公司的股票。

两面针的财务逻辑是，我想办法在其他行业赚钱，用来补足牙膏主业的亏损。

这个策略成功了吗？

两面针的运气还是很不错的，成功参股了中信证券，在中信的股票上面赚了一大笔钱。

如果你去看两面针2016年的财务报告，就会发现2016年两面针卖了1162万股中信证券的股票，赚了1.57个亿。另外还从中信、广西北部湾银行、柳州银行这些股票中拿到了近4千万分红收益。

那两面针在牙膏、日化产品这些主营业务上赚了多少钱呢？2016年的主营业务利润是-2111万，也就是说，主营业务是亏损的。2016年两面针卖了1.4亿支牙膏，比起2004年的5亿支，只有不到30%。

你看，如果你只关注两面针总体利润，你可能还以为两面针经营得很好。

但是如果你仔细看两面针的利润结构，它向你释放了什么信号呢？两面针的主业其实已经出现疲态，公司在靠投资这个副业支撑利润。

你可能会说，不管怎么样，两面针不是赚到钱了吗？这种赚钱方式有什么问题？

我想反过来问你一个问题。等两面针把手上的中信股票都卖完之后，要怎么办？

靠炒股这个副业带来的利润，虽然看起来和卖牙膏这个主业获得的利润是一样的，但实际上，这个利润是不可持续的。

什么事情做一次不难，难的是能持续做下去。

你知道为什么巴菲特被誉为股神吗？

是因为他能获得超高的投资收益吗？事实上，他的年化投资收益还不如很多小的基金经理。

但是，只有他能做到连续多年超过大盘，哪怕是宏观环境非常糟糕的时候。

为什么我们公认梅西是足球明星？

是因为他某一场比赛踢得特别好吗？事实上，可能你偶尔比他进球还多。

但是，只有梅西能持续在国际足球比赛中进球。

做企业也是一样，企业一次盈利不难，难得是保持长期盈利和增长。还记得开头的统计数据吗？只有不到1%的企业，能保持10年以上连续利润增长。

我之前去财政部开会，讨论财务报告当下面临的一些最新问题。其中一个重要议题就是“持续利润”这个概念，从2017年起，上市公司就必须在财务报表中新增披露一个叫“持续经营净利润”的指标，来反映持续经营那部分的收益。

## 二、基于利润可持续性的套利机会

我们开头说，判断企业利润是否具有“可持续”，对投资者来说很重要。

事实上，如果你用利润可持续性作为标准来选股票，是可以赚到钱的。

你可能会觉得，这个原则也太简单了吧，真的能行吗？

Steve Penman和张晓军两位会计教授曾经就这个问题做过一个研究，他们把美国公司按照盈利的持续性水平分成10组，买入持续性最高的那组，同时做空持续性最低的那组，结果在1979-2002年这24年间的20年中，都赚到了钱，而且大部分年份的投资收益率都超过了10%。

所以你看，市场里并不都是财务高手，大部分投资人其实不明白利润可持续性的重要性。

所以你只要比别人多一点财务思维，对财务数据看的更深刻一些，就能赚到钱。

## 三、盈利能力分析框架

那财务高手是用什么方法来判断一家公司的利润当中有多少是可持续的呢？

现在我就教你一个常用的分析工具（下图）。

盈利能力分析框架

经常性的 非经常性的

主要的利润 比如：核心产品的销售利润 比如：停产产品的销售利润

Aa 字号 写留言 1 请朋友发



盈利能力分析框架		
	经常性的	非经常性的
主要的利润	比如：核心产品的销售利润	比如：停产产品的销售利润
次要的利润	比如：闲置资金产生的利息收入	比如：火灾保险理赔款

这个框架由两个维度（主次和经常性），一共四个格子（橘色部分）组成。你需要做的，就是把公司利润拆分，分别放到这四个格子里。你最需要关注的格子，是左上角那一栏：“主要的、经常性的利润”。

我用耐克举个例子：

耐克主要、经常性的利润，就是耐克靠主营产品获得的利润，比如耐克运动鞋和服装。这部分就是投资人最关心的利润。

耐克主要、非经常性的利润，就是耐克时不常推出的那些限量款，以及跟设计师的合作款，这些利润是不经常发生的。

耐克赚了钱，会有一些现金，它把这些现金存在银行，挣到的利息就是次要的、经常性的利润。

另外，还有一些极端情况，比如耐克的厂房着火了，耐克获得了保险公司的理赔，这部分理赔收入就是次要的、非经常性的利润。这部分利润是投资人最不关心的。

现在，你就可以把你关心的公司，放进这个表格里来判断它的盈利能力了。

—◆ 课堂小结 ◆—

在管理者的眼中，看待利润的方式有两点：

第一点，观察利润有多元视角。除了考察利润大小，还要考察利润的可持续性。

第二点，利润可持续性高的企业具有投资价值。

另外，你可以使用“盈利能力分析框架”来判断一家企业的利润可持续性。

—◆ 课后思考 ◆—

科大讯飞公司曾经受到过一个争议：

央视质疑科大讯飞是以高科技的名义到地方圈地，表面是高科技行业，其实搞的是房地产。质疑出来后，科大讯飞立即回应说，公司成立至今，一直在专注主营业务，没有一分钱的收入是来自房地产的开发和销售。

基于这个情况，你能从财务角度分析一下过去几年科大讯飞的利润情况吗？你觉得科大讯飞的利润可持续吗？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

点击加载留言



## 06 | 现金水平：手里的钱是越多越好吗？



06 | 现金水平：手里的钱是...



你好，我是贾宁，欢迎来到我的财务思维课。

之前两讲我们说了财务高手怎么看待利润。我们关心利润，本质上关心的是这家企业的未来。

但是利润有一个不能解决的问题，那就是企业当下的生存问题。

那么哪张表关注的是生存问题呢？就是现金流量表，这就是接下来两讲我们重点讨论的内容。

有研究发现，在上个世纪90年代，每4家破产的企业中，有3家是盈利的，只有1家是亏损的。

是的，你没有听错，盈利的公司也会破产。

一个很有意思的调查发现，一家公司的CEO每天想的更多的是企业发展问题，但是CFO更多担心的却是企业生死问题。事实上，财务学界的第一个重大实证研究，就是关于如何应用财务数据预测企业未来的破产概率的。

1968年，会计学术界的鼻祖之一William Beaver教授发表了一篇重量级论文，叫《用财务比率预测失败》(Financial Ratios as Predictors of Failure)。他发现，现金持有水平是所有企业财务特征中，预测破产风险最重要的一个指标。

所以企业破产，不是因为没有利润，而是因为没现金了。

你看，这关乎企业生死存亡的事情，是不是很重要。

所以今天，咱们就说说企业应该持有多少现金这个问题。

### 现金与利润的关系

你可能还没有想明白，为什么盈利的公司也会破产呢？

我给你解释一下利润和现金之间的关系，你就明白了。

还记得美国第一条横跨大陆的那个铁路工程吧。咱们说过，现代财务所有的智慧，都体现在这个项目里面了。

铁路公司刚开始经营的时候，客户都是货到就付款的。慢慢地合作多了，有些客户就开始要求延期支付运费了。

上个月有客户运了一大批货，运费是2万元，运输已经完成了，但是运费还没给铁路公司。

假设运输成本是5000元，那么这时候铁路公司的账面利润会增加1.5万元，但是现金呢？铁路公司还没收到一分钱，因此没有任何增加。

所以你看，利润中包括了一部分没有真正拿到手的现金。假设这时铁路公司有1万元的银行贷款到期了，那就要面临破产了，因为这笔运输目前只增加了利润，但没带来现金，你没有听过哪家公司拿利润还贷款吧？

利润和现金之间的这种错位关系，可以说是会计惹的祸。因为会计准则规定，只要合同签了，服务已经提供了，就可以记录这次服务的收入和利润。但是现金呢，得等到对方真正打款的时候，才能记录。

会计准则之所以这么规定，是为了满足收入和成本之间的配比(matching)原则。这是一个特别重要的财务思维。

也就是说，既然铁路公司已经完成了运输服务，这时候相关的成本已经产生了，那么会计上就应该相应配比这次运输的收入和利润，即使这时候钱还没有收到。

你可能会好奇，会计为什么要强调配比原则呢？

我们可以反过来想一想，如果不使用配比原则，而是等到实际收到现金再记录利润，会出现什么问题呢？

我问你，如果你是铁路公司的CEO，你会喜欢这种方式吗？肯定不会。因为这样做不能准确反映铁路公司一段时期内的经营情况。假设客户要半年之后才会把钱打给公司，那么在这半年里，账上看不到这笔业务，在CEO考核的时候，看起来好像这段时间你什么都没干。没有业绩，你也就拿不到任何奖金，你肯定觉得不公平吧。

我们说过，铁路公司当时有欧洲投资人。那他们会喜欢这种方式吗？也不会。假设铁路公司现在引进了几个新投资人，如果要等客户实际打款之后才计算利润，那么这些新投资人也能享受到这次运输带来的收益了。你要是老投资人，你愿意吗？肯定不愿意，因为这趟运输实际发生的时候，这些新投资人还没给公司投资，凭什么就能分收益呢？

所以，会计制度为了强调付出的努力和所获得的成果之间相匹配，用财务术语说，叫“权责发生制”，就遵循了“配比”原则。

当然，配比原则的一个后果，就是导致了利润和现金之间的错位。我们之前说过，会计制度有局限性，这就是其中一个局限。

### 现金越多越好吗？

说到这儿，你肯定觉得既然现金是企业的安身立命之本，那么肯定是越多越好啊。

但真的是这样吗？

财务上用来衡量现金持有水平的一个常用指标，叫现金比率。

$$\text{现金比率} = [\text{现金} + \text{短期投资}] / \text{流动负债}$$

其中，现金就是我们平时认知里的现金；短期投资就是可以短期内赎回的投资，比如你放进银行去买理财产品的钱；流动负债指的是那些一年之内企业要支付的钱，包括尚未付给供货商的钱、尚未支付的员工工资、短期债务等等。

中国上市公司的现金比率平均是20%。也就是说，如果一年内要偿还的债务是100块钱，那么公司一般只会保留20块钱现金，并不是我们想象的100块钱，甚至更多。

不过这是平均水平。有一个特别有意思的研究发现，如果一家公司的财务负责人具有注册会计师资格，这家企业的现金持有量要显著高于其他公司。

你看，搞会计出身的人，确实更加谨慎。

全球上市公司中，谁现金最多呢？苹果公司。

2017年底苹果公司有2851亿美元现金，比德国外汇储备还多。

可是苹果因为现金多，反而遭到很多批评。

一些投资人就曾公开批过苹果CEO Tim Cook：“如果拥有两千多亿美元的现金而不去使用它，就是一种犯罪行为。”

为什么这么说？财务学者们认为，企业持有现金过多，其实在向外部传递三个危险信号。

第一，说明公司没有好的投资机会，导致有钱没处花，只能放在银行赚取利息。这是效率最低的一种现金使用方式。

第二，说明企业融资困难或者成本高。研究发现，小公司和信誉差的公司现金持有比例更高，因为小公司更加难获得银行贷款，而且贷款利息更高。这就好比说，一个人只有申请不到信用卡的时候，才会特别依赖现金。

第三，过多的现金容易导致企业乱花钱。这个不难理解，如果你钱包里有很多现金，你就总惦记着怎么买买买。如果你钱包里就几块钱，你也就不会老想怎么花钱了。

所以，企业的现金并不是越多越好。

我们刚才说了，中国上市公司的现金比率平均是20%。你可能会问，如果公司有100块钱债务，但手里只有20块现金，那另外80块怎么还呢？

别忘了，公司持有现金的主要目的是为了有足够的钱偿还短期债务。但是短期负债指的是那些一年内要偿付的债务，而不是明天马上就要还的钱。公司资产里除了现金，还有存货和应收账款，也就是从客户那里获得的回款，这些也都是很快可以变现用还债的。所以只要所有的这些能快速变现的流动资产总额，高于流动负债，企业就是安全的。



Aa



写留言



1



请朋友发



业就是安全的。

### ——◆ 课堂小结 ◆——

在管理者的眼中，看待现金的方式有两点：

第一点，企业靠利润发展，但是靠现金流生存。

第二点，企业现金并不是越多越好。现金持有水平是平衡了资金风险和使用效率之后的结果。

### ——◆ 课后思考 ◆——

你认为什么样商业模式不用为现金流焦虑？请你举个例子。

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

点击加载留言



# 07 | 现金结构：现金流为负，为何还能上市？



07 | 现金结构：现金流为负... ↓

你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

上一讲我们讨论了公司需要多少现金的问题。企业需要一些现金来维持日常经营和偿还短期债务，但是过度持有现金并不是好事。

但现金多少只是观察现金的一个角度。

财务高手是怎么观察现金的呢？他们还会考察另外一个重要维度——现金结构。

如果你看一家公司的现金流量表，会发现现金被分成了三类：经营活动现金流、筹资活动现金流、投资活动现金流。

经营活动现金流是企业通过经营活动自己产生的现金流，比如卖产品，进行一些销售活动产生的现金流。如果你把企业内流动的现金想象成人体内流动的血液，那么经营活动现金流就是企业的自我“造血功能”。

筹资活动产生的现金流是靠外部融资带来的，比如企业申请的银行贷款，就放在这部分现金流里，这相当于是外部在给企业“输血”。

公司投资产生的现金支出，或者先进收益，就会被归类到投资活动现金流里，这相当于是企业在“放血”。

这三类现金流中，哪一类最重要呢？

你可能会说，经营活动现金流最重要。如果经营活动现金流为负，说明公司自己没有造血功能，这种公司太糟糕了，肯定很快就要完蛋了。

但真的是这样吗？

## 经营活动现金流为负，不要过度紧张

如果你关注这几年的IPO审批，就会发现获准上市的公司当中，有不少都是连续好几年经营活动现金流为负的。

比如科蓝软件，这家公司是给银行做IT服务的。他2017年在A股上市，这之前连续3年经营活动净现金流都是负的，2015年更是达到-1.01亿。

再比如万隆光电、德胜科技、万集科技，这些企业上市前几年的经营活动现金流，也都是负的。

你可能会有点困惑，这样的企业都能上市？难道是IPO的标准放松了吗？

事实上，这些公司要是早几年申请上市，确实是会死在现金这个问题上。

他们之所以去年能够成功上市，并不是因为这两年的上市标准放松了，而是监管部门在看待企业现金的思维方式上发生了重要的变化，从关注“现金流是否良好”转变为关注“现金流是否合理”。

以前关注现金流是否良好，主要就是要求企业现金流量要充裕、至少不能出现负数。

现在看待现金时，开始关注“现金流是否合理”，意思是说，公司在财务报表中呈现出的现金结构和状态，与他的经营特征和商业模式是否匹配。只要两者能互相印证，就是合理的。

注意，我们再一次提到了“匹配”这个词。之前我们说了，会计讲究费用和收入之间的匹配，后面我还会讲到，投资时也讲究融资方式和项目之间的匹配。所以，匹配是一个特别重要的概念。你一定要记住。

比如我们刚才提到的科蓝软件。这家公司上市前三年2014-2016年的经营活动净现金流虽然都是负的，但是如果我们看他的营业收入，会发现分别这三年的收入是3.2亿，5.1亿和6.5亿，说明公司业务是在增长的。

科蓝软件每年的收入越来越多，现金却越来越少，为什么？这符合他的经营特征吗？

在上一讲中，我们说过一个重要的财务思维，就是收入和费用之间的“配比原则”。

收入是在服务完成后就确认的，但是现金要等公司实际收到钱的时候才会增加。

所以收入越来越多，现金却越来越少，那么对这个财务特征，唯一合理的推测是，科蓝的大部分销售不是现金销售，而是赊销，而且回款周期特别长。

那么这个推测，可以和科蓝的商业模式互相印证吗？

企业的财务信息和经营特征之间的相互印证，是财务报表分析中一个非常重要的思维方式。

因为财务报表虽然目的是呈现企业真实的经营状况，但是我们也知道，财务数据是可以被人为操纵的。

因此我们基于财务信息对企业做出任何判断之前，都需要先确保数据背后的商业逻辑是讲得通，否则就可能存在造假嫌疑，或者企业说一套做一套。

那么柯蓝的财务特征和经营特点之间能互相印证吗？

如果你看科蓝披露的客户信息，会发现，他的客户主要是银行。我们都知道，银行付款审批程序复杂、速度又慢，所以科蓝软件提供完服务，钱要很长时间以后才能收到。另外，公司还说，过去几年业务规模在快速扩张，导致人员工资和其他运营费用大幅增加。这些都是现金支出，

现在我们就能解释，为什么科蓝收入越来越多，经营性现金流却越来越少，甚至出现了负数。

科蓝软件的现金流有他商业上的合理性。

经营性现金流是负的，不代表科蓝是一家坏企业。我们只能说，这家企业的资金压力不小。

听到这里，你可能会说，科蓝软件这个现金压力有可能缓解吗？如果不能缓解的话，还是有风险的呀。

你说的很对。所以财务高手在评价科蓝软件的现金情况时，还会进一步思考两个问题，一个关于现在，一个关于未来：

第一，关于现在。如果科蓝软件自己产生的现金不能养活自己，那就必须有能力通过外部融资，也就是“输血”把现金水平维持在一个安全区间内。科蓝做到了吗？如果你看科蓝近几年的财务报表，会发现公司2014年获得了1.8亿现金贷款，2015年又获得了3亿贷款，2016年又新增了3.7亿贷款。所以，公司只要主营业务在赚钱，获得贷款就比较容易。当然，公司一旦成功上市，马上也能注入一大笔现金。

第二，关于未来。科蓝软件现在不能养活自己，那么未来能有足够的现金养活自己吗？这个问题的答案取决于两点，1、未来发展的速度多快。2、客户欠的钱未来能不能收的回来。我们刚才说了，科蓝软件的客户主要是银行，钱收不回来的可能性不大。那么只要未来现金回流，公司的现金就能养活自己了。

## 现金流结构与企业生命周期

事实上，科蓝软件的现金状态不是个例。大部分初创阶段的企业，现金结构都是科蓝这种情况：经营活动和投资活动的现金流都是负的，只有融资活动的现金流是正的。

两位财务教授研究发现，企业的现金结构和他处在的生命周期阶段有很大关系。

从下面这张图里，你就可以看到他们的主要研究结论。

现金流结构和企业生命周期				
	初创期	扩张期	成熟期	衰退期
经营活动现金流	-	+	+	-
投资活动现金流	-	-	+	+
筹资活动现金流	+	+	-	-

你看到，初创企业的经营活动现金流通常是负的。对于这些企业，负的经营性现金流不需要过度紧张。更应该关注的是“现金流是否合理”，而不是“现金流是否良好”。

那你可能会问，什么时候才需要紧张呢？

你继续看上面这张表，发现了什么？还有一类公司的经营活动现金流通常也是负的，这类公司就是处于衰退期的公司。这时候公司主营业务其实已经岌岌可危了，出现负的经营性现金流，就需要非常担心了。





## OPM模式和现金流

刚才我们说科蓝软件的经营特征，会导致公司现金流压力很大。

现在我们再来说一种商业模式，它会让企业现金流非常充裕。

那就是我们在第三讲中说过的OPM模式。

这种商业模式的本质是在利用客户和供应商的钱做生意。这些钱实际上是无息贷款，所以风险并不高，而且还可以增加经营活动产生的现金流。

那我们怎么衡量一家企业OPM策略是否用得好，用得聪明呢？

在财务上，我们用一个叫现金转化周期的指标来衡量。

现金转化周期=（应收账款周期天数+存货周转天数）- 应付账款周转天数

这个指标当中的前半部分（应收和存货）指的是企业从别人那里回款的速度，后半部分（应付）指的是企业给别人钱的速度。

所以，现金转化周期越短，说明这家公司的OPM模式做得越好。也就是说，从别人那里拿钱速度比给别人钱速度更快，OPM策略越成功。

什么企业用OPM模式才有可能用得好呢？当然是行业里的龙头老大。比如伊利和京东。

他们身处龙头地位，自然对上、下游都能很强势，也就更能成功使用OPM策略。

我们刚才说的科蓝软件才刚刚上市，还不是行业龙头，甚至还受制于他的银行客户。所以科蓝就不可能用OPM模式来获取更多的现金。

### ——◆ 课堂小结 ◆——

在管理者的眼中，现金流结构与企业生命周期有关。对于初创阶段的企业，应该更多关注经营活动现金流的商业合理性。对于衰退阶段的企业，应该更多关注经营活动现金流水平。另外，你可以使用现金转化周期来判断企业资金运转效率。

### ——◆ 课后思考 ◆——

最后邀请你做一个分析：

你能不能把自己也放进一个现金流量表里，看看你的现金流结构和你所在的生命周期之间是不是匹配呢？

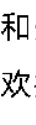
欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

点击加载留言





你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

在第一讲中我们说到，企业为了降低和外部投资人之间的信息不对称，特别喜欢提升公司信息的透明度。特别是有了互联网之后，企业和投资者之间的交流就变得更加方便了，说的自然也就多了。

于是除了发布传统的财务报表之外，企业管理层现在还特别愿意去承诺一些未来的业绩数字，比如明年业绩能做到多少个亿，利润能达到多少。

虽然这些业绩预测是为了展示管理层对企业未来的信心，帮助投资者更好地了解企业，但问题是，我们怎么知道企业不是在忽悠投资人呢？

最近一个比较有意思的例子是小米。

### 小米5%承诺的背后

最近关注小米的人实在是太多了，为什么呢？因为小米上市了。

不过我关注的不是这件事儿，我关注的是上市前夕，雷军搞的一场新品发布会。

这本来是一场普通的产品发布会，我之所以关注到这场活动，是因为雷军在发布会最后做了一个公开承诺，他说：“小米硬件综合利润率，永远不会超过5%。如有超过的部分，将超出部分全部返还给用户。”

这句话说完，全场是一片沸腾，米粉们都特别激动，说小米果然“感动人心、价格厚道”。

你知道，会计对利润数字特别敏感。企业公开限制自家产品的利润率，小米可能是头一家。

出于好奇，我去下载了小米的招股说明书。顺便说一句，如果你想找一家上市公司的财务报告，可以去公司官网下载，一般在“投资者关系”一栏里都可以找到。

看完697页的招股说明书之后，我只想对米粉们说两个字 --- 冷静。

小米这个利润承诺，表面看上去是给用户的福利，实际上却更像是一场会计包装出来的营销秀。用一个利润数字，不但变相在米粉心中植入“质优价低”的品牌形象，同时还强调了自己的互联网公司属性。

你可能会问，难道雷军说谎了吗？

如果我们合理推测一下，就知道雷军没有说谎，他一定可以兑现这个承诺。

为什么？

现在我们就一起来推理一下。

如果你想分析一家公司的财务数据，有两种常用的分析方法，分别是“竖着比”以及“横着比”。

所谓“竖着比”，是基于历史数据的分析，也就是企业自身的历史数据进行比较。

小米在报表中虽然没有直接披露硬件净利率，但是却披露了硬件的毛利率，2015和2016年分别是-0.3%和3.4%。毛利率中要减去营销、管理、研发这些其他费用，剩下的才是净利率。所以基于历史业绩，我们可以合理推测，硬件净利率只会比这两个数字更低，根本就达不到5%。

除了“竖着比”，另外一种常用的分析方法，是之前我们讲过的，和同行业其他企业“横着比”。

那么其他硬件企业的净利润能达到多少呢？咱们看看海尔。海尔算是硬件企业中的领头羊吧，2017年海尔的净利润率只有4.3%。

所以，基于历史数据和与其他企业的对比，我们可以推断，硬件产品净利润率能达到5%的企业，凤毛麟角。

这么一推测，你就明白了吧，小米5%这个承诺，其实没有任何实质意义。

这就好比你租个房子，房东说，我看你人特别好，房租最多收你一个月2000块钱。结果你看了一下这间房子的历史数据，发现它以前也没超过2000块钱，再对比一下周围房子的租金，你发现，其他房子，有的甚至都没超过1000块钱。那房东这话不是跟没说一样吗？只不过变相卖了你一个人情。

事实上，小米在以前的财报中也从没有公开过“硬件综合利润率”这个指标，以后即使公布，意义也不大，因为硬件综合利润率这个指标，并没有统一的会计定义，所以，雷军想要什么数字，财务上都可以想办法靠拢。

### 雷军没有说什么？

虽然雷军在硬件利润上没有说谎，但是有一个信息他没有说。

什么信息呢？就是小米其他业务板块的利润是多少。

你肯定知道小米很早就确立了一个叫“铁人三项”的商业模式，铁人三项指的是：硬件产品、新零售，和互联网服务。

其中互联网服务主要包括广告、内容、和线上游戏。你知道这块儿的毛利润是多少吗？招股说明书披露了——2015年是64.2%，2016年是64.4%，2017年是60.2%，三年都在60%以上。

还记得咱们刚才说的小米的硬件毛利率是多少吗？2015年和2016年分别只有-0.3%和3.4%。

如果你是雷军，会希望往哪块业务倾斜呢？肯定是高利润的互联网服务啊，而且这也符合小米一直强调的自己是家互联网企业，不是硬件企业的定位。

更何况小米上市之后，一定会有更大的短期业绩压力，资本市场也会希望小米去发展高利润的业务。

所以，小米5%的利润承诺，更像是雷军在用会计语言宣告：小米想要进行商业模式转型了！

小米这种转型我们其实并不陌生。IBM、医疗设备厂商都是这样做的。

你肯定知道，IBM以前是卖电脑硬件的，后来战略重点转向了“服务”。现在“服务”已经成为IBM的核心竞争力，同时，也成为IBM利润的主要来源，而且带动硬件业务的发展。

很多医疗设备厂商也是这套打法。他们会去免费给医院铺设备，在设备上不赚钱，而是靠后续服务赚钱。

不过，小米是唯一一家公开承诺，让大家监督的企业。

但是小米这个转型计划，短期能实现吗？

这个问题的答案，藏在小米招股书中。

每家企业的上市招股说明书中，都会有“募集资金用途”这一项，也就是上市融到的钱，要拿去做什么。

你会发现，小米计划将30%募集资金用于研发及开发智能手机、电视、笔记本电脑、人工智能音箱等核心产品；30%用于全球扩展；30%用于扩大投资及强化生活消费品与移动互联网产业链；剩下的10%用作日常经营。

这意味着，小米的第一个30%，是放在以手机为核心的产品研发上；第二个30%，放在印度等新兴市场上。只有第三个30%，才是放在互联网服务上。

所以，小米虽然想转型，往高利润服务倾斜，但是你看小米的资金用途，就会发现，他似乎又没有破釜沉舟的勇气。至少短期看，手机依然会是小米核心的业务单元。

### 为什么苹果不做利润承诺？

我们知道，雷军的外号是雷布斯，和乔布斯一样，雷军也喜欢穿牛仔裤和黑色T恤。

我问你，你觉得苹果公司会做同样的5%利润承诺吗？

我查阅了一下苹果的年报，2017年苹果全球卖了2.17亿台iPhone，销售额1413亿美元。

虽然苹果没有披露iPhone的毛利率，但是根据证券分析师的估计，苹果的硬件毛利率可以达到36%。而小米只有不到5%。事实上，iPhone给苹果贡献了64%的销售

额。利润和销售占比这么高，苹果当然不



额，利润和销售占比这么高，苹果当然不会做硬件利润承诺了。

### ——◆ 课堂小结 ◆——

财务数字和商业模式之间的相互印证非常重要，只有通过判断他们之间的关系，才能理解企业承诺的真实意图。

如果你想判断一条财务信息的合理性，可以用以下三个办法进行判断：历史数据分析；与其他企业的横向对比；以财务信息和商业常识进行相互印证。

### ——◆ 课后思考 ◆——

基于对小米的财务和商业模式的分析，你觉得小米到底是一家互联网企业，还是一家制造业企业呢？能说说你的理由吗？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

点击加载留言

# 09 | 报表附注：字越小越重要



你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

之前我们讲的都是怎么理解财务报表中的主要内容，可财务报表只是公司对外发布的财务报告里的一部分。

如果你随便找一家上市公司的财务报告来看，会发现这些报告非常厚，很多都超过了100页。

三张报表只占其中3页，那剩下97页写什么呢？

另外97页中，有一个很重要的部分，是这三张财务报表的附注。

企业会解释它是按照什么规则编制的财务报表，这个规则，就是会计政策。

你肯定知道，在看合同的时候，越是在犄角旮旯的那些附注和小字，就越得仔细看。因为所有的坑和猫腻，通常都藏在这里面。

财务报表也是一样，企业财务的所有秘密都藏在了附注里。所以财务高手在分析报表之前，首先会做另外一件事情，那就是看附注，特别是关注哪些会计政策选择发生了变化。

这件事为什么这么重要呢？

我给你举个例子：

假设你在一家上市公司工作。这家公司已经连续两年亏损，如果今年继续亏损，就会被要求暂停股票交易，甚至退市。

公司明天就要对外发布财务报表了。财务人员算了半天帐，结果发现今年的利润仍然是负的，老板特别着急，问大家有什么办法能扭亏为盈。

这时候已经是深夜了，来不及找客户签新的合同，也来不及卖更多的产品。看起来这件事情是没希望了。

但是，如果你问一个财务高手，他会告诉你，其实有个方法能“一秒钟扭亏为盈”。这个神奇的方法就是改变会计政策。

## 会计政策和利润

还记得美国第一条横跨大陆的铁路项目吗？

我们说过，铁路公司有很多固定资产，都需要折旧。

假设铁路公司花100万买了一台设备，预计能用5年，那么每年的折旧费用就是20万。

如果购买设备之后第一年业务做得不好，实在没法向投资人交代。那怎么能迅速增加利润呢？

有一个方法，就是延长折旧年限，把设备的预计使用年限从5年拉长到10年，这样每年的折旧费用就变成了10万。

原本第一年的折旧费用应该是20万元的，现在一下减少到10万，利润马上就增加了10万。

这个利润增加，是由于实际经营发生了任何变化吗？

没有，只是因为企业改变了会计政策。这个方法听起来很棒吧，企业分分钟就能改变业绩。

你可能会问，用这种方法调节利润的公司多吗？——非常多。

美国财务专家施利特（Howard M. Schilit）写过一本书，叫《财务诡计：揭秘财务史上13大骗术44种手段》，其中提到，通过改变长期资产折旧方法来增加利润，是上市公司最常用的财务操纵方法之一。

咱们开头说的那家快要被摘牌的上市公司，其实是有多家原型的。

其中一家是鞍钢集团。2011年和2012年，鞍钢连续出现两年亏损。到了2013年，鞍钢集团的盈利压力特别大，因为如果再出现亏损，就可能面临退市风险。

2014年4月9日，鞍钢宣布2013年实现正盈利，同比增长119.13%，安全着陆。

鞍钢是如何实现逆袭的呢？

事实上，那几年钢铁市场一直处于低迷的局面，鞍钢之所以能扭亏，不是业务上有什么改变，就是因为折旧年限变更发挥了巨大作用。

鞍钢把房屋、建筑物折旧年限从30年延长到40年；机械设备、传导设备从15年延长到19年。

调整折旧期限后，鞍钢2013年净利润比2012年增加了个9亿，达到7.7亿元。也就是说，如果不延长折旧年限，那么2013年鞍钢的净利润其实还是亏损的。

还有哪些企业，曾经靠改变折旧年限来调节利润呢？

三钢闽光、山东钢铁、富春环保、方太特岗、河北钢铁，还有一大串其他名字。

你从这些企业名字当中有没有发现什么规律？

对，这些都是重资产企业，也就是说固定资产特别多，所以他们通过资产折旧政策来调节利润的效果最明显。

## 会计政策变更不一定是财务操纵

听到这里，你可能会问，明知道企业可能利用会计政策的变更来操纵利润，为什么会计准则还要给企业留钻空子的余地呢？只允许企业使用一种会计方式不是更好吗？

这就得说回会计政策制定者的初心了。

事实上，最早允许企业选择和改变会计政策，不是为了给企业提供财务造假的机会，而是为了让财务报表能够抵抗企业经营过程中遭遇的外界环境变化，最大化地反映真实努力的结果。

我给你讲一个财务中非常著名的例子。

20世纪之前，美国的会计准则只允许企业在记录存货成本时使用后进先出法 (LIFO)。

什么是后进先出法？我给你举个例子。

假设你代销一个品牌的女装，上个月底卖出1000件衣服。为了计算利润，你需要估计这些衣服对应的批发成本是多少。从下面这张图里（图一），就可以看到，上个月进了三批货，以及每批货的时间、数量和价格。这三批货的东西是完全一样的，但是上个月通货膨胀非常厉害，价格一个月内涨了几次。

日期	购入数量（件）	价格（元）
1 日	1000	20
15 日	400	30
28 日	1000	40

那这1000件货的成本怎么计算呢？

用后进先出法，顾名思义，那就是最后进的货最先拿出来算成本。那就是28号进的那批货，1000件\*40元/件 = 40,000元。

如果这么计算成本，管理者一定会跳出来说不公平，因为上个月通货膨胀使得原材料价格严重虚高，如果我们用这个虚高的成本来算利润，那利润就会很低。

我们刚才说的这个例子，其实是1974年在美国发生的真实情况，美国第一次石油危机的爆发，加之1971年美国政府放松了工资和价格管制，导致1974年出现了严重的通货膨胀。

这时候美国很多大企业，包括太阳石油公司、德士古公司、柯达公司都纷纷站出来，要求改变会计政策，使用先进先出法 (FIFO)，这样财务数据才能抵抗通货膨胀的影响。会计准则考虑到这个诉求是合理的，于是就做出了会计准则的修订，自此允许企业根据环境变化来选择存货政策。

我们来看看如果使用先进先出法，对企业有什么影响。

先进先出，顾名思义，就像超市排队结账一样，先排队的人最先结账。先买入的货，最先拿出来算出存货成本。那么1000件衣服对应的成本就是1号进的那批货，1000件\*20元/件 = 20,000元。

你看，原材料成本持续上涨的时候，后进先出法会比先进先出法的成本高出2万元，也就是说，利润相应少2万元。

你可能会问，这些都是上市公司，会计政



你可能会问，这些都是上市公司，会计政策变更对投资者们影响最大，那么投资人站在了哪一边呢？

芝加哥大学的Sunder教授曾经研究了后进先出法和股价变动之间的关系。在这篇题目为“会计变化对股价和风险的影响” *Stock price and risk related to accounting changes* 的论文里，他发现，准备改用后进先出法的公司，股票的超额回报率会显著上升，说明市场站在了公司一边，他们并不认为在通胀时期，公司改变存货成本的会计政策，是利润操纵行为，而是认为后进先出法更好地反映企业的真实经营业绩。

## 哈佛财务分析框架

到这儿，你可能发现了，其实最早投资者和监管部门都没有特别在意企业更改会计政策，因为他们认为企业这样做，出发点都是好的，是为了更准确反映企业的经营情况。

但是你肯定知道，无论什么政策，只要出台后，在执行过程中特别容易出现动作变形的问题。

在美国这个新的会计政策出台之后没多久，美国的汽车巨头克莱斯勒公司就因为管理不善，出现了非常严重的财务危机，公司为了不违反债务条约，被逼破产，就改变了会计政策，把原材料成本，从后进先出法改为了先进先出法。就这么一个小小的改变，使得当年少亏损了2000万美元。

其他公司一看，说原来这样也行啊，于是开始效仿这种做法。

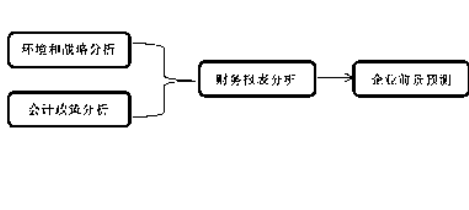
案例多了，监管部门就开始意识到这个问题的严重性了，于是要求企业在财务报告中披露重要的会计政策和变更。

连财务报表分析的基本逻辑也发生了很大的变化。

以前我们讲财务分析都是直接从三张报表讲起的，现在最新的财务分析框架是什么呢？

从下面的这张图里（图二），就可以看到这个“哈佛财务分析框架”，这个框架代表了财务报表分析最前沿的思维。

这个框架是由哈佛大学的三位学者提出的。你可以看到，在传统的财务报表分析之前，增加了另外两个分析，一个是企业所处环境分析，包括我们刚才所讲的是否处在通胀环境中。另外一个就是会计政策分析，包括重要的变更以及和同行业其他企业的比较。



到这儿，你可能还是有点困惑。改变会计政策有的时候是企业在操纵利润，有的时候又是合理的，那么我们怎么判断是哪种情况呢？

我告诉你两个判断标准。

首先，看宏观环境是否有大的变化。我们刚才说了，如果宏观环境变化，比如出现严重通胀，那么变更会计政策更可能是真实反映经营情况的需要。

其次，和同行业其他公司比较。一般来说，公司的会计政策和同行业公司会保持一致。如果与大多数公司不一致，是财务操纵的一个信号。

## ——◆ 课堂小结 ◆——

我来给你总结一下关于财务附注的两个重点：第一点，考察企业财务情况，不仅要关注报表本身，还要关注财务报表附注中的会计政策。第二点，会计政策，主要关注变更的政策，以及与同行业其他企业的差异。另外，你可以使用“哈佛财务分析框架”来综合评价一家企业的财务情况。

## ——◆ 课后思考 ◆——

这一讲我们说了，附注中隐含了非常重要的信息，我重点说到了其中两个：折旧和存货的会计政策。请你找一家公司的财报，阅读一下附注，看看还能发现哪些其它有价值的信息呢？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

提交留言可与专栏作者互动

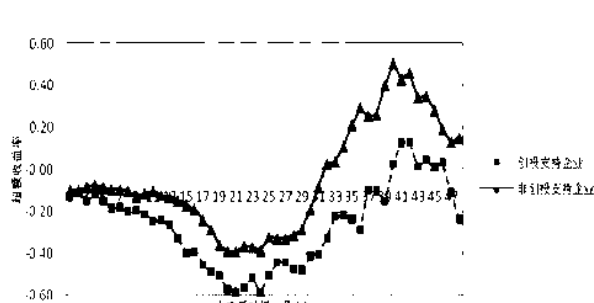






我和我的研究团队曾经研究过创业企业上市之后的资本市场表现。我们把中国上市企业分成了两类：上市前有私募机构参与的和上市前没有私募机构参与的。

通过下面这张图，你就可以看到一个对比结果。



这张图上，横坐标画的是2008年公司上市后1个月、3个月一直到48个月的股市表现。纵坐标超额收益率指的是股票的回报率比大盘高多少。

通过这张图你会发现，私募机构支持的企业，在上市后的股价表现，比没有私募机构支持的企业反而更差。

你看，融资方式和项目之间的时间错配，会直接影响一家公司的成长。不过最近几年，随着私募行业的整体成熟，时间错配问题，逐渐有了变缓的趋势。

## ——◆ 课堂小结 ◆——

财务高手看待融资方法有三点：

第一，融资决策的首要原则是融资方式与投资项目之间的匹配。匹配包括两个维度：期限和风险

第二，“短贷长投”的融资策略虽然能够节约财务费用，但却会大大提高企业风险。

第三，股东比债权人的风险容忍程度更高。低风险、盈利能力有保证的项目可以更多考虑负债融资，没有盈利保障，风险高的项目通常要靠股权融资。

## ——◆ 课后思考 ◆——

我们之前说到，投资人和企业创业者之间也存在期限错配的问题，造成一些短视行为，比如企业长期研发投入不足。其实，上市公司也普遍存在这样的困扰，因为资本市场投资人在意短期盈余，给企业造成很大的短期业绩压力。前段时间特斯拉的创始人Elon Musk就宣布，不想再受到这种困扰，想要退市。你觉得对于特斯拉来说，这是一个明智的选择吗？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



## 融资是重复博弈

## 融资决策错误的财务和非财务影响

## 把钱留在桌面上

## ——◆ 课堂小结 ◆——



已是高质量企业的信号。

### ——◆ 课后思考 ◆——

说说你所在行业里有哪些事情是单次博弈，哪些是重复博弈？你会选择不同的处理方式吗？都有什么利弊呢？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



#### 留言精选

花经理



太西左业左計辛丑世安主招 人財精音



# 12 | 效率管理：杜邦分析法



你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

前面几讲，我们讨论的都是企业外部融资涉及的重要问题。

从这一讲开始，我们要讲的是企业对内找钱，也就是如何通过管理来降本增效。

最近如果你看财经新闻，会发现房地产企业频频上热搜。

什么原因？房地产企业纷纷进行了大规模战略转型，买期房得等好几年才能拿钥匙的时代，已经过去了。现在的地产生意越来越像快消行业了。

你一定听说了，最近某地产商推出了一个“345”模式，买地之后3个月就能开盘销售，4个月现金回笼，5个月再利用。

这家地产商还配了一套严苛的奖惩制度，如果开盘工期小于3个月，奖励20万元，若大于7个月，项目总直接撤职。

事实上这不是个案，大量地产企业都加入了高周转的大军。

房地产行业发生了什么？

这一讲，我们就来解释一下地产企业商业模式转型背后的财务逻辑。

说到底，转型的原因是为了多赚钱。

## 净资产收益率的重要性

在财务上，我们用净资产收益率来衡量公司的经营业绩和给股东带来的回报率。

我给你举个例子。比如说你给某个项目投了100万，项目用这个100万赚了20万，所以这个项目的净资产收益率就是20%。

巴菲特曾经说过，如果只能选择一个指标来衡量公司经营业绩的话，那就选净资产收益率。这个指标是他决定买哪只股票最重要的指标。

巴菲特在1988年花了13亿美元买可口可乐的股票。这么巨额的投资，他是怎么做出决定的呢？

其实很简单，他分析了可口可乐公司前10年的净资产收益率和变化趋势。1978——1982年可口可乐的净资产收益率保持在20%左右，在1987年更是达到31.8%。按照巴菲特的选股理论，净资产收益率不低于20%而且能稳定增长的企业才能进入他的投资范畴。

你知道巴菲特在这只股票上赚了多少钱吗？10年赚了120亿美元。

2017年，深交所上市公司的平均净资产收益率是9.7%。也就是说去年股东将资金投入这些上市企业中，最终带来9.7%的回报。

你可能会问，净资产收益率高，倒是让投资人赚到钱了，可是对公司有什么好处呢？

当然有好处。

地产企业很多是上市公司，而净资产收益率对上市公司融资有直接影响。证监会对上市公司再发行股票是有明确的净资产收益率要求的。只有之前三年净资产收益率每年达到10%以上的上市公司，才有资格申请配股。

你可能还会问，刚才说的都是对上市公司的好处，但是高周转的地产公司也有很多没有上市，为什么他们也这么关心净资产收益率呢？

因为净资产收益率决定了企业自我可持续增长能力。

所谓自我可持续增长率，是指公司在不发行新股，不改变经营政策的情况下，公司可能实现的最大增长率。

**自我可持续增长率=净资产收益率×留存收益率**

留存收益率代表的是公司利润中有多少留在了公司，用于再发展，而不是以分红的形式还给股东。比如之前你投资那个项目，如果20万收益中，其中有15万都准备留在公司用于再发展，那么留存收益率是75%。自我可持续增长率20%\*75%=15%。

所以当公司收益率高，企业就越能自己供足，维持自我增长，而不依赖外部资金，大家对这家企业未来的发展就越有信心。

所以现在你就理解了，为什么公司这么重视这个指标了。

## 高周转背后的财务逻辑

那么企业怎么样做，才能提升净资产收益率呢？

我们可以把净资产收益率拆解成三部分。从下面这张图上，你就可以看到具体的分解步骤。

$$\begin{aligned} \text{净资产收益率} &= \frac{\text{税后利润}}{\text{权益总额}} \\ &= \frac{\text{税后利润}}{\text{销售收入}} \times \frac{\text{销售收入}}{\text{资产总额}} \times \frac{\text{资产总额}}{\text{权益总额}} \\ &= \text{销售利润率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数} \end{aligned}$$

你不用管公式的拆解过程，你只要记住拆解后，净资产收益率被分成三个元素：销售利润率，资产周转率，和权益乘数。这三个部分是相乘的关系，也就说其中任何一部分的提升，都能带动公司净资产收益率的整体提升。

咱们说说这三个部分分别代表什么。

销售利润率代表的是企业卖的产品是否赚钱，利润高不高。要提高利润率，可以提高销售价格。

我们想一想，这个方法对房地产企业来说可行吗？现在房价已经很高了，再提高售价能买得起房子的人就更少了，对销售额肯定有负面影响。再加上地产行业的调控，行业平均利润率的总体下滑趋势非常明显，所以这不是一个可能的路径。

我们再来说说权益乘数。从上面这张图可看到，权益乘数和负债率有关。资产负债率越高，权益乘数越大，净资产收益率就越高。你还记得我们之前讲过的OPM模式吗？房地产公司特别擅长用客户的钱来赚钱，所以负债率比其他行业的企业都高，没什么空间继续增加负债了。另外，现在政策导向是“去杠杆”，地产企业也需要控制负债风险，所以这个提升收益率的路径似乎也不可能。

三个指标，两个都没法提升，那就只剩下最后一个资产周转率了。资产周转率的核心是什么？一个字——“快”。周转率越高，说明公司资产运用效率越高，每块钱的资产，能带来更多收入。

这就是房地产企业这两年突然转型，开始推行高周转模式背后的财务逻辑。

当外部销售不能增加时，提升周转速度是内部提升收益，也就是在企业内部找钱的一个重要方法。

这也是一个典型的，财务引导企业经营决策的例子。

高周转模式其实我们并不陌生。其他行业中也有很多企业在用这种模式提升收益率，比如服装行业的Zara。

你可能会说，高周转听起来是很好的策略啊。

但是你想想，这个模式有什么风险和弊端吗？

比如Zara，牺牲的是质量，抄袭被诉讼的风险。

但是Zara是卖服装的，衣服质量不好对客户的影响不是致命的。

但是如果地产行业采用高周转策略呢？

“肯定会牺牲到质量的管控为代价，这样的房子，你还敢买吗？”

这几年我写了一批医院管理案例，访谈中了解到，很多院长最看中的绩效指标之一就是病床周转率，因为医院的病床数量是固定的，只有提高周转率才能容纳更多的病人，财务绩效才能更好。但是医院如果一味追求周转率，手术后马上就要求病人必须出院，这样的医院你敢去吗？

## 杜邦分析和分治策略

我们刚才讲的分解净资产收益率的方法，其实是财务管理中一个很重要的分析框架，叫“杜邦分析法”。

为什么叫这个名字呢？因为这个分析法是



为什么叫这个名字呢？因为这个分析法是1912年，杜邦公司当时一名年轻的销售人员法兰克·唐纳德森·布朗提出的。

当时，现代会计学的发展才刚刚起步。虽然管理层意识到了净资产收益率的重要性，但是怎么提高呢？面对一个单一数字，好像无从下手。

杜邦分析的贡献，在于一个重要的财务思维，叫“分治策略”(Divide and Conquer)。

它会把一个复杂的，不知道怎么解决的大问题，拆分成了若干个小问题，然后就可以判断出企业在哪个方面能够获得提升。

这就好像你给自己定了个小目标——托福考试成绩要提高30分。但是紧盯着这个数字是没有意义的，因为它没法落地。财务高手会拿一张托福试卷，分成阅读、听力、口语和写作四部分，看看哪部分最有提升的可能，这就是接下来努力的重点。

分治策略的应用非常广，比如在计算机科学中，分治策略也是一种很重要的算法。你一定要记住。

当然，布朗小伙子也因为这个分析方法，从此平步青云，做到CEO，迎娶白富美，成为杜邦家族的女婿，走上人生巅峰。

你看，学好财务能改变一生啊。

### ——◆ 课堂小结 ◆——

财务高手是如何看待净资产收益率的：

第一，资产收益率是决定上市公司能否增发的重要指标，也决定企业自我可持续增长能力。

第二，杜邦分析法体现了“分治策略”这个重要的财务思维方式。把不知道怎么解决的大问题，拆分成了若干个小问题。任何一方面问题的解决，都能够带动整体提升。

### ——◆ 课后思考 ◆——

现在有三个公司，分别是辉瑞制药、沃尔玛，和福特汽车。请你根据杜邦分析法，来判断一下，这三家公司分别是通过提升哪个维度，来提升整体业绩呢？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

提交留言可与专栏作者互动



你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

不知道你有没有这样的困惑，在工作和生活中我们每天会面临很多选择，而且往往可以参考的信息越多，就越不知道应该怎么选择。

公司CEO也是一样，每天需要做出很多经营决策。是否应该上线一个新项目？新产品应该自己研发还是外包？每个决策都经过调研，提交上来一本厚厚的调研报告。面对这么多信息，管理层应该怎么做决定呢？

今天我们要讲的，就是财务高手在经营决策中，是如何挑选和使用财务信息的。

说到这个问题，就不得不提到意大利一个充满了传奇色彩的家族，叫美第奇(Medici)。这个家族的经商史可以说是集聚了当时所有的管理会计智慧。

你肯定知道，资本主义的萌芽最早出现在14世纪的意大利。当时意大利出现了一批新型的手工工场，主要集中在纺织、采矿、冶金、造船这几个行业。其中最大的纺织业主就是美第奇家族。

一开始，所有产品都是美第奇自己生产的。但是随着生意越做越大，美第奇的手工工场人力有限，于是就开始思考是否有些生产可以外包。

事实上，自制或外购的决策，是每家企业都会面临的问题。比如SpaceX是应该自制还是购买各种用于制造火箭的零件和工具？小米是自制还是购买小米音响的硬件？

外包决策不仅适用于产品，也同样适用于服务。据统计，财富500强中75%的企业，都部分外包了人力资源、财务和IT这些支持性业务。

从财务角度来看，自制和外包的核心决定因素是什么呢？成本。也就是说，如果外包比自制便宜，那么就应该外包。

我们再说回到美第奇家族的故事。这时候有一家专门做纽扣的作坊，愿意帮美第奇生产毛衣和毛毯上面的纽扣。

美第奇估算了一下自制纽扣的成本，一百万颗纽扣的总成本是20万元，里面包括材料，人工共17万元，还有设备费用等3万元。平摊到每颗纽扣上的成本是2毛钱。

那家专门做纽扣的作坊，愿意以1.8毛的价格为美第奇制作一样的纽扣。

如果你是美第奇的财务负责人，你会建议自制还是外购这些纽扣呢？

你可能会说，这个决定不是很简单吗？外包价格1.8毛，自制成本要2毛钱，当然应该外包了。

真的是这样吗？

事实上，这个决策是错的。

### 成本的相关性

我们来说说，财务高手会怎么思考这个问题。

首先，我们需要说说，财务高手在做这个决策时会使用哪些信息。

财务高手会把信息分为两类，一类是决策相关信息，另外一类是决策不相关信息。

决策相关信息，指的是那些会随着不同的方案而发生变化的信息。

决策不相关信息，指的是那些无论哪个方案，都不变的信息。

将信息进行区分的最大价值是，它能告诉决策者在众多信息当中，哪些才是需要考虑的，哪些是不需要考虑的，这样就可以大大缩小需要考虑的信息范围了。

这个思维方式非常重要，所以我们在下一个投资模块中，还会讲这个思维方式在股票投资中的应用。

那么在自制和外包的决策中，哪些是决策相关信息，哪些又是不相关的呢？

我们来应用一下刚才的信息分类标准。

决策相关信息指的是那些由于外包，能够节省下来的成本。

决策不相关信息，指的无论是不是外包，仍然会产生的成本。

具体来说，外包之后，美第奇可以节省17万材料和人工成本，因此这些是决策相关信息。但是美第奇的工场已经自己购买了制造纽扣的设备，这些设备还在，设备的折旧依然会继续产生成本。这些成本即使外包后，也不可避免，所以这些成本就是决策不相关信息。

如果我们只考虑决策相关信息，你发现了什么？

外包纽扣实际能给美第奇节省的是17万元，也就是每颗纽扣1.7毛，而不是之前我们以为的2毛钱。

那3分钱的差额就是外包也不能节省的成本。

因此，在1.8毛的价格下，美第奇的正确决策是自制纽扣！只有当外包商愿意把价格降到1.7毛以下的时候，外包才是划算的！

但是，这就是最终决策了吗？

不是的。基于成本的决策，是普通财务人员考虑的维度。

那财务高手还会考虑什么维度呢？

这个问题我曾经和硅谷创业投资教父Peter Thiel讨论过。他用SpaceX举了个例子。你知道，SpaceX是造火箭的，需要4万个零部件，这些零部件不可能都由SpaceX自己生产。在自制和外包的决策中，SpaceX首先考虑的不是成本。

最重要的是什么？

是否这个零件只有一家供货商可以做。如果是的，那么SpaceX就一定要自建，因为被供货商牵着鼻子走的风险太大。如果这个零件有多家高质量的供货商可以做，那么才会从成本角度选择最优方案。

实际当中，任何商业决策都是非常复杂的，财务只是一个决策维度。财务高手不仅会算财务账，而且会结合战略视角综合考虑。

### 相关信息是对未来的预测

一个信息在决策中是否相关，有两个标准。

一是我们刚才说的，这个信息必须会随所选方案的不同而变化，否则就是不相关的。

其实还有另外一条标准，就是这个信息必须是对未来的预测，而不是历史数据。也就是说，当美第奇在做外包决策时，必须使用的是未来预计自制的成本是多少，而不是以前的成本是多少。

因为历史数据对未来决策是不起直接作用的。

我不是说历史数据没有用，它们与决策之间存在着间接联系，有助于预测未来，但是历史数据本身与当前的决策不直接相关。

为什么呢？因为当前的决策影响的是未来，并不能改变过去。

比如你今天要不要去给车加油的决定，这个决策应该基于对明天油价是涨还是跌的判断，跟昨天的油价没有直接关系。但是昨天的油价，可以帮助你预测明天的油价。

比如你今天要不要买一只股票，这个决策应该基于对这家公司未来经营业绩的预测，跟之前的业绩没有直接关系。

这就是为什么分析财务报表不能100%做对投资决定。因为财务报表中的数据是基于历史的，它是滞后的，而股价反映的是投资人对公司未来经营绩效的预期。

你肯定知道，企业估值中有一个重要的指标，叫市盈率(P/E ratio)，也就是“每股价格”除以“每股利润”。这个值越高，代表投资人愿意为公司每股利润支付更高的价格，说明投资人对这家企业的未来越来越看好。

但是你知道，分母的每股利润应该使用什么时间点的利润吗？

财务高手用的不是公司已经实现的利润，而是公司未来12个月的预期利润

Aa

字号

写留言

1

信朋友说





财务高手用的不是公司已经实现的利润，而是公司未来12月的预期利润。

这个预期利润的数据哪里可以看到呢？通常可以从证券分析师报告中获得。比如我经常去万德和国泰安这两个数据库中看这个预测数据。

这个比率在财务上称为预测市盈率(Forward P/E)。

为什么预期利润比历史利润更好呢？

因为价格是向未来看的，因此与之匹配的利润也应该用未来利润，也就是说，未来利润才是投资决策最相关的信息。

### ——◆ 课堂小结 ◆——

财务高手利用信息做决策时主要考虑两点：

第一，需要把信息分成两类，“相关信息”和“不相关信息”。相关信息是会随所选方案的不同而变化的，而且必须是对未来的预测，而不是历史数据。

第二，决策只聚焦相关信息，忽略不相关信息。

### ——◆ 课后思考 ◆——

请你拿现在工作当中遇到的一个决策难题，用我们这一讲讨论的思路拆分一下，看看哪些是决策相关信息，哪些是不相关信息。

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

提交留言可与专栏作者互动





础，不是产量，而是背后涉及哪些活动。

比如论文发表背后的实际驱动力，是科研活动，而衡量科研活动最客观的标准，是投入的时间，而不是最后论文发表的数量。

再比如，银行的信用卡部有两种产品：普通卡、和白金卡。这个部门的费用，也不应该按发卡的数量来分配。因为普通卡的数量大，但是白金卡客户需要信用卡部门人员一对一服务，客户维护成本更高，所以白金卡应该承担更多的间接费用。

所以这个新的成本计量方法叫“作业成本法”，“作业”英文叫 activity，就是为了突出成本是由活动驱动的这个概念。

回到汽车生产的例子。

财务高手去车间调查后发现，间接费用主要是工程部门产生的。工程部门负责产品的后期调试，也就是说间接费用主要是由“后期调试”这个活动驱动的。

后期调试主要和每台车的订制组件数有关，组件数多的，调试就更费劲，组件少的，调试就很容易。

也就是说，衡量“后期调试”这个活动最精确的标准是“组件数”。

订制车由于是非标产品，组件数占80%，普通车因为是标准产品，组件数只占20%。所以按这个逻辑，工程部门的费用，80%应该由定制车来背，剩下20%分给普通车。

现在我们基于新的思路重新分配一下间接费用：

2500万的工程团队费用，我们按调试组件数的比例，20%分配给普通车，80%分配给定制车。

通过下面这张图，你就可以看到分配结果。

（单位：万元）	普通车	定制车
销售收入	3600	800
直接成本（原材料+人工成本）	1980	220
间接成本（工程调试）	500	2000
毛利	1120	-1420
毛利率	31.1%	-177.5%

按照这个思路，普通车的毛利率竟然从亏损变成了正31.1%。你再看看定制车的毛利率，从41.2%降到-177.5%！

我们的结论完全反转了！普通车才是毛利率更高的那个产品，而定制车业务实际上在给公司赔钱，所以，你应该马上向CEO建议，立即停产定制车！

### ——◆ 课堂小结 ◆——

在管理者眼中，看待成本的方式有两个：

第一，生产成本中包括直接成本和间接成本。

第二，精准的成本计算，首先需要精准的“成本动因”，也就是和某项活动最相配的计量维度。

### ——◆ 课后思考 ◆——

我们刚刚讲了公司应该如何正确地识别成本，但是实际当中，有些公司在做一个决策时候，是不计成本的。你能举一个例子吗？

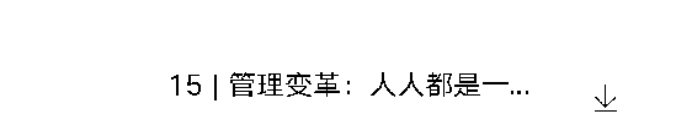
欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

提交留言可与专栏作者互动

# 15 | 管理变革：人人都是一张利润表



你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

今天咱们要讲的，是如何运用财务思维，进行管理变革，提升企业绩效。

1984年，35岁的张瑞敏接手海尔，那时候海尔是个濒临倒闭的街道小工厂。工资开不出来，张瑞敏靠四处借钱给员工开工资。

2009年，海尔却超越了世界家电巨头惠而浦和LG。

2016年，海尔的销售额达到2千多亿，是1984年的500多倍。

海尔是怎么实现逆袭的呢？用张瑞敏的话说，这个秘诀就是，让每个人都成为自己的CEO。

也就是说，企业中的每个员工都应该像CEO那样来思考和决策。用财务的话来解释，就是“让人人都成为一张利润表。”

什么意思呢？

你看，企业作为整体是一张大的利润表，员工就是其中一张小的利润表，如果每个人给企业贡献了最大的利润，企业当然就能给股东贡献最大的利润。

这个逻辑听起来很简单，背后却意味着很大的思维转变。

## 从成本中心到利润中心

我们都知道，有收入才有利润。但企业里不是每个部门都要面对市场，产生收入的。

传统的管理会计，就是根据一个部门是否产生收入这个标准，划分成了“利润中心”，“成本（费用）中心”这两大类。

利润中心直接面对市场，能对外销售获得收入。最典型的就是销售部门。

成本（费用）中心不直接面对市场，不产生收入，像生产部门，财务部门，行政后勤等企业的中、后台部门

由于部门的性质不同，考核标准也不一样，利润中心的部门考核利润，成本中心的部门考核成本。

这样做，会出现两个主要问题。

**第一，部门之间的目标不一致。**

我给你举个例子。假设销售部接到一笔大额订单，客户要求一周内必须拿到产品。销售经理火急火燎跑去找生产部经理，说你能不能加班加点帮我把这批货生产出来？

生产部经理说，“不好意思，我的订单已经排满了。”

他为什么不愿意接呢？

因为生产部门是“成本中心”，他们只考虑如何按时完成生产，降低成本。这个额外订单给销售部门和企业增加多少收入，和生产部门没有直接关系，反而还增加了生产负担。

你看，从销售部和生产部各自的立场来说，做的都是最利于自己的决定。但是对于公司来说，不接这笔订单就变成了损失。

**第二个问题是，部门之间无形中筑起了一道墙。**

互联网时代，企业最大的变化就是从“产品导向”转向了“用户导向”。以前用户没有太多选择，企业生产什么，用户就买什么。企业不用让每个部门都面向市场，实时感受市场的变化。

但是现在的市场环境是供给过剩，竞争激烈，在这种环境下想要生存，就需要所有部门都直接倾听用户和市场的声音。你看小米就特别重视和用户的互动，把用户当成设计师。小米每次推出新产品之前，都会让米粉吐槽提意见，综合用户意见，改进产品，最后推出的产品才是用户想要的。

那怎么才能让企业中、后台的部门实时感受到市场变化呢？

我们刚才说了，事实上，不可能每个部门都真的直接面对市场。

那我们就换个角度，这里我引用禅宗里的一句话，叫“凡墙都是门”。

以前部门和部门之间是有道墙的，所以市场这个“无形的力量”，没办法穿透墙体，传递到企业内部。

那我们不如把每一道墙，都变成一道门。只要门一打开，市场这个“无形的力量”，就可以像穿堂风一样到达企业的每一个角落。

## “内部市场链”机制

具体怎么做呢？

这里就必须得讲到财务思维对管理变革的贡献了。

别忘了，市场的变化是直接反应在收入里的，如果能想办法让企业每个部门都和市场收入直接挂钩，那不是就等于打开了门，做到了“人人都是利润表”吗？

这就是张瑞敏和稻盛和夫这样的财务高手使用的方法。也就是说，把所有的成本中心，都变成利润中心。

事实上，财务学界两位资深教授Jensen和Meckling，早在1976就提出了这个思路，他们认为，企业内部部门之间，甚至人和人之间，其实都存在一种契约关系。

这么一来，我们就可以沿着这个思路，建立一个内部市场交易机制，实现部门之间的产品和服务“买卖”市场化，从而让各部门都产生收益。

比方说，生产部门是给销售部提供产品的，行政是给其他部门提供劳务的，那么这些产品和劳务就可以有相应的定价，让其他部门来购买产品和劳务，这就是这两个部门的收入来源。

这样一来，销售部接到市场上订单后，就得从生产部购买产品，然后再销售到市场上。所以，销售部和生产部都能得到收益。

## 转移定价

为了实现部门之间的交易，就得想办法制定一个内部交易价格对吧。这个价格，在财务中叫“转移定价”。

这个价格是怎么定出来的呢？

我曾经去考察过一家叫新兴铸管的企业。这家央企在邯郸，是专门生产排水排污管道的。公司有近一半的产品，是销售到全球98个国家和地区。

你知道，钢铁行业和宏观经济走向是密切相关的。2008年下半年，受金融危机影响，钢铁产品价格大幅下降。

在2008年之前，和大多数制造业企业一样，新型铸管采用的也是传统的管理方法，中后台部门都认定是“成本中心”，只考核成本，对外部市场的变化反应迟钝。

在遭遇了08年的危机之后，公司总经理张同波就借鉴了“人人都是CEO”这个新的管理思维方式。当时我访谈他的时候，有一段话印象深刻，他说：“这次变革主要围绕两个核心思路：第一，紧盯市场，增加各部门之间的沟通，对外部市场变化做出快速反应；第二，各事业部从成本中心转化为利润中心”。

之前我们说，让每个部门都成为利润中心的方式是靠建立内部交易，制定转移定价，那么新兴铸管具体是怎么做的呢？

生产铸管得先经过一道熔炼工序，然后给到离心浇注工序，才能成型。这两道工序是两个部门负责，我们分别简称A部门和B部门。

假如，A部门把铁管转移给B部门时，转移价格是每根100元，那么这100元就是A部门的收入，B部门的成本。

你可能会问，这100元是怎么定出来的呢？

这里需要考虑两个成本，一是A部门实际的生产成本，假设是60块一根，另外一个外部市场价格，也就是如果A部门直接把铁管卖给其他公司，能卖多少钱？假如是100块。

注意，外部市场这个价格很重要。



注意，外部市场这个价格很重要。

因为对A部门来说，这就是卖给B部门的机会成本。我们之前讲过，决策时需要考虑机会成本。

如果你是A部门负责人，你愿意接受多少钱的转移定价呢？

你肯定会说，至少要100元，才肯接受。

这个答案相对

现在咱们来看一下内部交易对B部门的影响。假设B部门卖给C部门的价格是250元，减去其他成本120元，那么B部门能支付给A部门的价格必须小于130元，这样才

别忘了，B部门也有选择权，假设外部供货商的价格是110元，那么B部门肯定不会

所以从公司的立场来说，如果A部门能接受的最低转移价格能同时低于B部门的成本价格，和外部市场价格，也就是说，价格在100-110块之间，内部交易就能实现。

你可能会说，有外部市场价格作为对标，对内部转移定价很有帮助，但不是每个产

你说得很对，现在我再教你另外一个方法，叫做加权价。

就是在生产成本上加一点利润，转移给其外部门的价格。具体加多少，就看两个部

你看，转移定价这种财务创新，可以让每

当每个部门、每个人都成为一张利润表的时候，企业整体的利润就是最大的。

——◆ 课堂小结 ◆——

是这样运用财务知识来

第一，无论部门的属性、是否直接面向市场，每个部门都是利润中心。

第二，当人人想的是利润最大化的时候，企业的整体利润就是最大化的。

第三，建立企业内部交易市场，通过转移定价的方法，可以让所有部门都成为利润中心。

[illegible]

成利润中心，那么，去中心化这种管理方式会都遇到什么问题和挑战呢？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。

1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025, 2026, 2027, 2028, 2029, 2030, 2031, 2032, 2033, 2034, 2035, 2036, 2037, 2038, 2039, 2040, 2041, 2042, 2043, 2044, 2045, 2046, 2047, 2048, 2049, 2050, 2051, 2052, 2053, 2054, 2055, 2056, 2057, 2058, 2059, 2060, 2061, 2062, 2063, 2064, 2065, 2066, 2067, 2068, 2069, 2070, 2071, 2072, 2073, 2074, 2075, 2076, 2077, 2078, 2079, 2080, 2081, 2082, 2083, 2084, 2085, 2086, 2087, 2088, 2089, 2090, 2091, 2092, 2093, 2094, 2095, 2096, 2097, 2098, 2099, 2100, 2101, 2102, 2103, 2104, 2105, 2106, 2107, 2108, 2109, 2110, 2111, 2112, 2113, 2114, 2115, 2116, 2117, 2118, 2119, 2120, 2121, 2122, 2123, 2124, 2125, 2126, 2127, 2128, 2129, 2130, 2131, 2132, 2133, 2134, 2135, 2136, 2137, 2138, 2139, 2140, 2141, 2142, 2143, 2144, 2145, 2146, 2147, 2148, 2149, 2150, 2151, 2152, 2153, 2154, 2155, 2156, 2157, 2158, 2159, 2160, 2161, 2162, 2163, 2164, 2165, 2166, 2167, 2168, 2169, 2170, 2171, 2172, 2173, 2174, 2175, 2176, 2177, 2178, 2179, 2180, 2181, 2182, 2183, 2184, 2185, 2186, 2187, 2188, 2189, 2190, 2191, 2192, 2193, 2194, 2195, 2196, 2197, 2198, 2199, 2200, 2201, 2202, 2203, 2204, 2205, 2206, 2207, 2208, 2209, 2210, 2211, 2212, 2213, 2214, 2215, 2216, 2217, 2218, 2219, 2220, 2221, 2222, 2223, 2224, 2225, 2226, 2227, 2228, 2229, 2230, 2231, 2232, 2233, 2234, 2235, 2236, 2237, 2238, 2239, 2240, 2241, 2242, 2243, 2244, 2245, 2246, 2247, 2248, 2249, 2250, 2251, 2252, 2253, 2254, 2255, 2256, 2257, 2258, 2259, 2260, 2261, 2262, 2263, 2264, 2265, 2266, 2267, 2268, 2269, 2270, 2271, 2272, 2273, 2274, 2275, 2276, 2277, 2278, 2279, 2280, 2281, 2282, 2283, 2284, 2285, 2286, 2287, 2288, 2289, 2290, 2291, 2292, 2293, 2294, 2295, 2296, 2297, 2298, 2299, 2300, 2301, 2302, 2303, 2304, 2305, 2306, 2307, 2308, 2309, 2310, 2311, 2312, 2313, 2314, 2315, 2316, 2317, 2318, 2319, 2320, 2321, 2322, 2323, 2324, 2325, 2326, 2327, 2328, 2329, 2330, 2331, 2332, 2333, 2334, 2335, 2336, 2337, 2338, 2339, 2340, 2341, 2342, 2343, 2344, 2345, 2346, 2347, 2348, 2349, 2350, 2351, 2352, 2353, 2354, 2355, 2356, 2357, 2358, 2359, 2360, 2361, 2362, 2363, 2364, 2365, 2366, 2367, 2368, 2369, 2370, 2371, 2372, 2373, 2374, 2375, 2376, 2377, 2378, 2379, 2380, 2381, 2382, 2383, 2384, 2385, 2386, 2387, 2388, 2389, 2390, 2391, 2392, 2393, 2394, 2395, 2396, 2397, 2398, 2399, 2400, 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406, 2407, 2408, 2409, 2410, 2411, 2412, 2413, 2414, 2415, 2416, 2417, 2418, 2419, 2420, 2421, 2422, 2423, 2424, 2425, 2426, 2427, 2428, 2429, 2430, 2431, 2432, 2433, 2434, 2435, 2436, 2437, 2438, 2439, 2440, 2441, 2442, 2443, 2444, 2445, 2446, 2447, 2448, 2449, 2450, 2451, 2452, 2453, 2454, 2455, 2456, 2457, 2458, 2459, 2460, 2461, 2462, 2463, 2464, 2465, 2466, 2467, 2468, 2469, 2470, 2471, 2472, 2473, 2474, 2475, 2476, 2477, 2478, 2479, 2480, 2481, 2482, 2483, 2484, 2485, 2486, 2487, 2488, 2489, 2490, 2491, 2492, 2493, 2494, 2495, 2496, 2497, 2498, 2499, 2500, 2501, 2502, 2503, 2504, 2505, 2506, 2507, 2508, 2509, 2510, 2511, 2512, 2513, 2514, 2515, 2516, 2517, 2518, 2519, 2520, 2521, 2522, 2523, 2524, 2525, 2526, 2527, 2528, 2529, 2530, 2531, 2532, 2533, 2534, 2535, 2536, 2537, 2538, 2539, 2540, 2541, 2542, 2543, 2544, 2545, 2546, 2547, 2548, 2549, 2550, 2551, 2552, 2553, 2554, 2555, 2556, 2557, 2558, 2559, 2560, 2561, 2562, 2563, 2564, 2565, 2566, 2567, 2568, 2569, 2570, 2571, 2572, 2573, 2574, 2575, 2576, 2577, 2578, 2579, 2580, 2581, 2582, 2583, 2584, 2585, 2586, 2587, 2588, 2589, 2590, 2591, 2592, 2593, 2594, 2595, 2596, 2597, 2598, 2599, 2600, 2601, 2602, 2603, 2604, 2605, 2606, 2607, 2608, 2609, 2610, 2611, 2612, 2613, 2614, 2615, 2616, 2617, 2618, 2619, 2620, 2621, 2622, 2623, 2624, 2625, 2626, 2627, 2628, 2629, 2630, 2631, 2632, 2633, 2634, 2635, 2636, 2637, 2638, 2639, 2640, 2641, 2642, 2643, 2644, 2645, 2646, 2647, 2648, 2649, 2650, 2651, 2652, 2653, 2654, 2655, 2656, 2657, 2658, 2659, 2660, 2661, 2662, 2663, 2664, 2665, 2666, 2667, 2668, 2669, 2670, 2671, 2672, 2673, 2674, 2675, 2676, 2677, 2678, 26



7. 3

# 16 | 固定资产：买、租、还是借？



16 | 固定资产：买、租、还... ↓

你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

第二个模块，我们讨论了企业是如何找钱的。第三模块我们来说说企业是怎么花钱的。

说到企业花钱，必须要说最大的一笔：固定资产投资。什么是固定资产呢？就是公司的那些“大件”资产，比如厂房和生产设备。固定资产不仅花费大，还有一个特点是，企业准备长期持有这些资产。

与固定资产相对的是流动资产，比如库存，短期投资，这种资产是企业准备短期持有的，通常不超过一年。固定资产和流动资产，共同构成了你在“资产负债表”中看到的“资产”部分。

对企业来说，固定资产的大笔投资，可不是一件能简单决策的事。因为这么大一笔开支，会直接影响到企业的现金流，之前我们说过，企业没有现金流，就会面临破产的风险。所以，企业怎么样获得固定资产才是一个最优策略呢？获得这些固定资产以后，还有没有可能盘活呢？这些问题对企业来说都非常重要，这也是我们这一讲的核心内容。

你肯定知道，航空公司通常拥有很多固定资产，其中最重要的就是飞机。假设你是东航的CFO，CEO跟你说，现在急需五架新飞机，你是买，还是租？

这里说的租，在财务管理中叫融资租赁。

## 融资租赁

“融资租赁”是近几年非常流行的金融工具，特别受到那些重资产公司的欢迎。事实上东航目前三分之一的飞机是通过融资租赁方式获得的。全球最大的集装箱海运公司马士基航运，也花了5亿美元租用了多艘集装箱船。

你算了笔账：用融资租赁的方式，每年给租赁公司700万，十年后这架飞机归你了，现在买这架飞机，要一次性花5000万。买还是租？

先不说结论，但是，你这个决策思路本身就错了。为什么？

在回答这个问题之前，先看看融资租赁的本质是什么。

实际上，你是向融资租赁公司借了5000万，只不过拿到的不是现金，而是价值5000万的一架飞机。租赁协议一旦签了，不能轻易终止，而且还要保证未来十年每年给租赁公司700万。

这不是和贷款一样吗？只不过不是向银行借钱，是向租赁公司借，而且你不用拿着借来的钱再去买飞机，租赁公司直接买好给你了。

所以你发现没，融资租赁的本质，是一种债务融资。

你不用一下子投入大量资金，可以分10年支付，现金流压力相对较小，但是也比买飞机多出两种风险：第一，要是某一年你没钱付租金了，那么租赁公司分分钟就可以把飞机回收；第二，会计上认为，融资租赁的本质是分期付款购买资产，所以你每年支付的租金，本质上是在分期还债，因此会计准则要求，融资租赁要作为负债列在财务报表上，这个负债的名字叫“长期应付款”。

所以，融资租赁和自行购买的风险等级是不一样的。在财务决策中，强调在“同风险等级”的投资决策之间比较，是非常重要的。比如我们之前讲投资的机会成本，也就是为了一个项目所放弃其他项目的收益，这个其他项目也必须是和这个项目同风险等级的，比如投资麦当劳，比较的项目是同风险等级的肯德基，而不是银行的定期存款，这样比较才是公平的。

所以，为什么考虑“买还是租”这个问题的思路错了，因为我们忽略了这两个选择背后财务风险等级的不同。这两个选项比较，是不公平的。

那考虑这个问题的正确方式是什么呢？

正确的方式不是考虑“买还是租”，而是考虑“租还是借”。

也就是说，你应该把融资租赁这个债务融资方式和其他债务融资方式比较，比如直接向银行贷款5000万现金，然后用这笔钱去买飞机，看这两个方式哪个更划算。

我们来算一下，5000万的飞机，未来10年每年还700万，那么实际上租赁公司要求的利率大约是7%。

假如我们暂时不考虑折旧和税务的影响，如果你能从银行获得利率低于7%的贷款，那么就不应该向租赁公司租飞机，而是应该跟银行贷款，然后用这笔钱去买飞机。

## 融资租赁和经营租赁

好，假设你最终选择了租飞机。问题又来了：公司财务报表上的“负债”提高了。

因为我们刚才讲了，融资租赁本质上是债务融资，资产负债率一提高，投资人就紧张了。

这时候CEO问你，有没有方法，能不影响负债水平？

办法还真有一个，那就是把“融资租赁”变成“经营租赁”。

什么是经营租赁？比如你们公司集体去团建，租了两天大客车，这种租赁就属于经营租赁。

那租用大客车（也就是经营租赁）和租飞机（也就是融资租赁）有什么不同呢？

第一是租期不同。租客车只需要两天，而租一架飞机，至少要十年以上。只要你的租期超过所租资产经济寿命的75%，会计准则就认定它是融资租赁。

第二是租金和资产的比值不同。租大客车，租金只有几千块钱，但是租一架飞机，总租金会很接近飞机的价值。

第三是所有权不同。租客车，你只有两天的使用权，两天后车不归你，但是租一架飞机，最终可以获得飞机的所有权。

会计准则就是基于这三条，也就是租期、租金占比、和所有权归属，来区分融资租赁和经营租赁的——租期长、租金占比高、最终拥有所有权，就是融资租赁，反之就是经营租赁。

为什么花这么大力气区分这两种租赁呢？注意，关键信息来了：

因为融资租赁和经营租赁，对财务报表的影响是不同的。

经营租赁不用出现在报表里，它可以顺利躲避高负债率。

记得我们之前讲过吗？资产是指那些企业拥有或者控制的，能创造未来收益的经济资源。经营租赁不涉及资产的所有权，也不会给企业带来未来收益，所以这部分租金，就会当费用处理，而费用不出现在财务报表上，不增加企业的负债率。

你看，都叫“租赁”，会计上就会有这种区别对待。

所以你可以怎么做呢？你就可以把这两架飞机的租赁合同，想办法从融资租赁改成经营租赁。比如飞机的寿命是20年，会计要求租期超过经济寿命75%就是融资租赁，也就是14年左右。那么为了避免增加负债，你可以把一份长租合同，改成好几份短租合同，比如先签一份13年的租赁合同，这样就可以作为经营租赁，变成费用，待在表外了。然后租赁期满之后再续租，或者租别的飞机。

财务上把这种融资活动称为“表外融资”。

## 融资租赁和企业风险

这一波操作，既搞定了飞机，也没让债务增加。

但是，这个债务虽然表面上被隐藏了，但是它本质上还是企业的债务，还是需要定期还钱。也就是说，虽然不体现在报表里，但是这个租赁还是提高了企业的实际风险。

比如2008年美国安然公司就利用表外融资，隐瞒了26亿美元负债，这是公司破产的一个重要原因。所以，在财务高手看来，当企业有“表外融资”的时候，报表中的资产负债率实际上是低估了企业的真实财务风险。

现在你就能明白，为什么我在讲资产的时候，说资产负债表里的资产并不能反应企





现在你就能明白，为什么我在讲资产的时候，说资产负债表中的资产并不能反应企业所有的资源，负债也不能反应企业所有的债务。

这两年我参加财政部组织的研讨会，其中一个重要议题就是讨论会计准则的修订，以后不再有经营租赁，只有融资租赁，也就是说，企业必须在财务报表中反应租赁活动带来的相关债务和风险。

这让我想起国际会计准则委员会首任主席开过的一句玩笑，他说，他去世前最大的愿望之一，就是乘坐一架体现在航空公司资产负债表上的飞机。

## 还有后悔的机会吗？

现在你搞定了这五架飞机。CEO突然又找到你，说公司现在急需一大笔钱，让你想想办法。

这时三架飞机已经运到公司了，退款是不可能了。怎么办呢？

你还有个办法：“融资售后回租”。你们可以把你们公司原来就有的、作为固定资产的飞机，卖给一家融资租赁公司，然后再和这家公司签个租赁合同，把飞机租回来。租赁期满后，可根据合同约定再拿回所有权。这纯粹是个财务操作，租赁公司不会真的先把飞机拖走再拖回。但是这样做就可以解决资金的燃眉之急。

这个方法现在非常流行，因为当公司急需用钱的时候，这个方法能帮助公司盘活固定资产，从固定资产当中找营运资金，所以很多公司都在用。

比如中地乳业这家养殖奶牛的上市公司，就用这个方式，把7,125头奶牛先以2个亿卖给北银租赁公司，然后再租回来。

中国玻璃也曾经通过同样的方法，把价值7000万的设备卖给平安租赁，然后再租回来。等3年租期满后，再以100块钱的象征回购价，把设备所有权转回来。类似的例子还有北控清洁能源、和美医疗等等。

## ——◆ 课堂小结 ◆——

财务高手如何对待固定资产投资这样的“花大钱”问题呢？

一、要在相同风险等级的投资项目上做比较合评估，再进行决策；

二、把融资租赁变成经营租赁这样的财务操作，可以隐藏报表上的负债率，但无法降低企业的真实风险。

## ——◆ 课后思考 ◆——

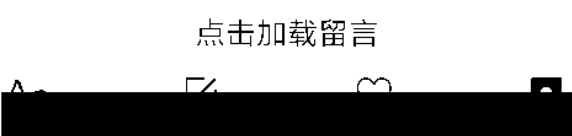
我们说融资租赁是一种表外债务，企业还有哪些常见的表外债务呢？你能举个例子吗？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

点击加载留言



你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

上一讲我们讨论的是，如何做固定资产投资决策。

其实企业除了投资固定资产之外，也可以投资其他企业的股票。比如之前我们提到的两面针这家公司，就投资了大量中信证券的股票。这一讲我们就来说说，证券投资。

你一定听说过“价值投资”这个思路，就是先对一家企业进行财报研究，计算这家企业的真实价值，然后和市场上现在的价格比较，如果低于市场价格，就值得投资。

这个思路听起来很靠谱对吧，但我想告诉你的是，实际当中，这个方法其实很难执行。

因为没人知道一家公司的真实价值是多少。

小米上市的时候，投行给的估值是多少呢？一开始是1000亿美元，后来发行前又下调到500亿。这两个数值都是基于小米的财报和专业的财务模型估计出来的。但是，你说这两个价值哪个才是小米的真实价值？在小米的经营没有发生任何重大变化的情况下，公司的真实价值会在短短几周之内，突然减少500亿吗？

其实，在财务高手看来，再专业的财报分析和财务模型，都无法准确得出一家企业的真实价值。

因为财报中所有的数据，反映的都是公司过去的业绩，而估值体现的是对公司未来业绩的预期。所以用历史数据去预测未来，这个时间的错配，就一定会产生错误。

另外，实际操作中，企业估值很容易被人

为干扰。比如投行往往为了争取一个IPO项目，会去迎合公司对估值的期望值。小米想要1000亿估值是吧？没问题，那我就把未来预期增长率调高。你觉得500亿更合适是吧？没问题，那我就想办法把增长率下调。

本杰明·格雷厄姆(Benjamin Graham)在《聪明的投资人》这本书里就曾经说过：“将精确的数学公式与高度不确定的估值假设结合在一起，很容易就变成一种操纵工具，用来生成任何人想要得到的任何水平的估值。”

格雷厄姆是谁呢？他是巴菲特的老师，也是价值投资理论奠基人。他在投资界的地位，相当于物理学界的爱因斯坦，生物

学界的达尔文。

虽然格雷厄姆创造了价值投资，但是在他眼中，“发现真正的内在价值”这个说法是个伪命题，因为真实的价值永远是未知的。

**你根本不需要知道内在价值**

那么，在不知道真实价值的情况下，怎么进行价值投资？

格雷厄姆会告诉你，其实你根本不需要知道企业的真实价值。你需要做的，只是发现别人的定价错误，这样就可以赚钱。

好比你和另外一个人在大海里游泳，这时后面来了一条鲨鱼，你怎么知道自己能不能活命呢？你需要知道鲨鱼实际的速度吗？不需要，你只需要确保自己比旁边那个人游的快就行了。

为什么这个思路，比计算企业真实价值的思路，更具有可操作性呢？

因为判断一个数值是过高还是过低，要比准确预测一个数值，容易多了对吧。

投资并不是我们与自然之间的游戏，而是我们与市场当中其他投资人之间的博弈。你只要赢了别人就行了。橡树资本董事长马克斯曾经说过：投资就是发现市场的错误。

所以价值投资的本质，确实是建立在对财务信息和非财务信息的分析研究上的。但是从操作层面来说，分析财务信息的

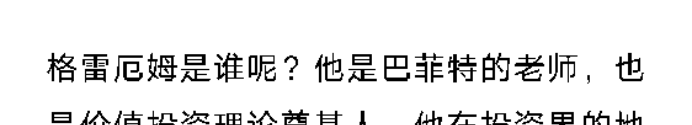
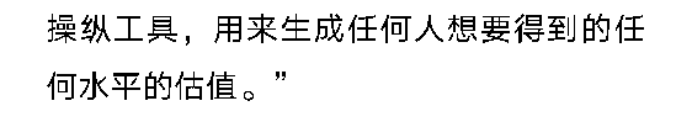
目的，不是为了发现企业的真实价值，而是为了发现别人的定价错误。

**反向推导**

怎么才能发现别人的定价错误呢？

这背后的操作思路，叫“反向推导”。

从下面这两张图，你就可以看到正向推导和反向推导逻辑上的差别。



正向推导就是我们之前说的常用方法。先对企业未来收益、成本做出预测，然后把

这些假设带入估值模型，然后得到一个估值，之后和市场价格比较。

而反向推导，是把当下的市场价格当成估值放入这个模型，然后反推出来市场得到

这个估值背后用的假设是什么。比如市场给一家企业的估值是10亿，反推出这个估值背后隐含的增长率预期是10%。这时候，你需要做的，就是判断企业未来能否达到10%的增长预期。

如果你觉得这家公司未来达不到这个增长率，说明市场现在给的价格过高了，你就不应该买这个股票。如果你觉得这家公司未来增长率比10%高，说明市场给的价格低了，你就应该买入。

反向推导这种逆向思维方式，其实在财务分析和

管理当中，可以发挥很大的作用。

比如财报分析，其实就是透过财务信息，反向推导出背后企业的真实情况。

再比如蒙牛这家企业，2000年的销售收入只有不到3亿元，但是在2001年制定未来“五年计划”时，蒙牛老总牛根生竟然将2006年的销售目标定在了100亿元。很多人认为目标定的不切实际。结果100亿元的销售目标在05年即提前实现。

蒙牛是怎么做到的呢？那就是使用了牛根生最显著的思维特点：逆向思维。一般企业都是根据市场、产能这些因素来定业绩目标的，而牛根生却正好相反，先定目标，反向推导，为了实现这个目标需要的资源配置和战术。

牛根生的逆向思维，不仅体现在财务目标的制定上，其实他当年创立蒙牛整个的过程，也是一个非常精彩的逆向思维。按照一般创办企业的思路，首先要建厂房、进设备、生产产品，然后打广告、做促销，产品才有了知名度，才能有市场。但牛根生却提出了“先建市场，再建工厂”的思路，把有限的资金集中用于市场营销推广，然后把全国的工厂变成自己的加工车间。

在没有一头奶牛的情况下，牛根生用三分之一的启动资金，在呼和浩特进行广告宣传，形成铺天盖地的广告效应，几乎在一夜之间，人们都知道了“蒙牛”这个品牌。接着，牛根生与中国营养学会联合开发了新的产品，然后再与国内多家乳品厂合作，“借鸡下蛋”生产“蒙牛”产品。

蒙牛把这种“两头在内，中间在外”——研发与销售在内，生产加工在外——的企业组织形式，称作“杠铃型”。通过这种逆向运作，在短短的二、三个月的时间内，牛根生盘活了近8亿元的企业外部资产，完成了一般企业几年才能完成的扩张。

**检验某只股票定价的合理性**

听到这里你可能还会问，逆向思维听起来很好，但是估值不是需要好多预测和假设吗？未来收入、成本、增长率，折现率等等。这么多维度我们怎么知道别人在哪儿犯了错呢？

我们可以应用两个之前说过的思维方式：分治策略、以及排除决策不相关性信息。

首先，我们可以使用分治策略，把企业估值拆分成三个部分：

公司估值=投入的本金+短期价值创造+长期价值创造

然后，排除决策不相关性信息。也就是判断一下，这三部分当中，哪部分是投资人最可能犯错的。

这三个部分的确定性是从高到低排序的。投入的本金就是公司的账面价值，这个在报表中可以直接看到。短期价值创造，指

投入的本金就是公司的账面价值，这个在报表中可以直接看到。短期价值创造，指的是未来1-2年的价值，可以根据近期的会计信息预测。所以，前两部分的准确性相对高，别人也不会在这部分犯错，所以这两部分是决策不相关信息。

别人最容易犯错，也就是你最有机会赚钱的部分，是对未来长期增长部分的判断。

怎么从现在的股价，结合财报，推出市场对未来长期增长率的预期呢？

财务界研究企业估值的大牛，Penman教授提供了一个方法。

我用谷歌的例子给你展示一下。为了尽量不让计算困扰你理解思路，我在语音里会做精简讨论，如果你想挑战一下具体计算，细节你可以在文稿中看到。

2011年5月，谷歌的股价是每股535美元。当时公司的每股账面价值是143.92美元，分析师预测，谷歌未来1年的价值创造是每股17.77美元。

用535美元减去143.92美元账面价值和17.77美元的短期价值，等于373.31美元。如果我们用Penman教授给的公式，就可以计算出这背后隐含的市场，对谷歌未来增长率的预期是4.7%。

得到这个数字之后，你就可以使用之前我们讲过的横着比和竖着比的方法，再结合企业商业模式、战略这些非财务信息，来判断谷歌的长期增长率能否达到4.7%。如果你觉得达不到，那么市场的估值给高了。如果能高于4.7%，说明谷歌的价值现在被低估了。

### ——◆ 课堂小结 ◆——

财务高手是这样看待价值投资的：

第一点，价值投资的本质是建立在对财务信息和非财务信息的分析、研究上的。

第二点，从操作层面来说，研究的目的是为了发现企业的真实价值，而是为了发现别人的定价错误。

第三点，你可以用“反向推导”的思维方式来发现别人的定价错误。

### ——◆ 课后思考 ◆——

我们说，公司估值=投入的本金+短期价值创造+长期价值创造

什么样的公司短期价值创造大，但是长期价值小？什么样的公司短期价值小，但是长期价值大？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。

### 附录：Penman证券定价模型

	2010 实际	2011 预期	2012 预期
每股收益		33.94	39.55
每股账面价值	143.92	177.86	217.41
资本成本	10%	10%	10%

公司估值=投入的本金+短期价值创造+长期价值创造

2011年估值=2010年末账面价值+2011年价值创造+长期价值增长

其中，

2010年末账面价值=143.92美元/每股

2011年价值创造=[2011年每股收益-(资本成本\*2010年末账面价值)]/(1+资本成本)= (33.94-10%\*143.92)/1.1=17.77美元/每股

长期价值创造=2012年每股收益/[（1+资本成本）\*（资本成本-增长率）]=21.764/(1.1\*(0.1-增长率))

假设市场价格是每股535美元，带入估值：

535=143.92+17.77+21.764/(1.1\*(0.1-增长率))

增长率=4.7%



留言精选

点击加载留言





争对手PayPal。

为什么呢？因为eBay发现，在当时eBay的营收中，已经有70%的拍卖都已经在通过PayPal付款的。你肯定知道支付系统对于eBay这样一家互联网电商平台来说有多重要。如果被竞争对手买了，后果不堪设想。所以代价再大，财务上的账再算不过来，战略上也必须这么做。

还有一个我的亲身经历。2009年，我在一家纳斯达克上市的中国公司担任独立董事。

这家公司正在考虑进行私有化，也就是回购公司所有的股票。从财务角度来说，回购是希望用最低的成本把公司的股票从流通市场买回来。但是这个财务决定，却有一个非常严重的非财务溢出效应，那就是员工的信任危机。

因为在公司最困难的时候，一些高管和老员工们曾经自掏腰包，在市场上增持了公司的股票。他们在股价8块美元时增持了公司股票，而公司私有化引入的私募基金，却希望以5块多的价格回购股份。单纯从财务角度来说，回购定价的决定是很简单的——越低越好。但是这样的财务决策，公司很多员工就会亏钱。这些都是从公司成立就始终和公司站在一起的老员工，这样做伤的不仅是钱，更是他们的心。

这可以说是我独董生涯中最艰难的一次决策。

经过一年的讨论，公司最后决定，以一个中间价格进行了私有化，并对一些老员工进行了另外的补偿。

这个结局，从财务角度来看，并不是一个最优的决策。但是，对公司来说，却挽回了员工的心。

### ——◆ 课堂小结 ◆——

财务高手在项目投资之间权衡时，会重点考虑以下两点：

第一，投资方案选择时，需要考虑溢出效应和长短期项目之间的平衡。

第二，项目投资决策的基础是财务决策，但同时也需要考虑企业的战略需要。

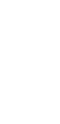
### ——◆ 课后思考 ◆——

这一讲的案例中，我们主要讨论了溢出效应和长短期之间平衡的问题。你觉得工作和生活当中，哪些事情需要考虑这两个问题呢？你能举个例子吗？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



# 19 | 风险量化：点线面法



19 | 风险量化：点线面法



你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

这一讲，我们要讨论的是如何量化投资风险。

投资一定会伴随风险。你肯定认为，搞财务的人都很保守，害怕风险。但事实上，财务怕的不是风险本身，而是风险上的盲目。

有这么一个段子：一间屋子里有金子，也有一颗定时炸弹。小白会说，如果运气好，我就能在爆炸前把金子取出来，但是如果运气不好，我就完了！而高手会说：虽然我不知道炸弹什么时候爆炸，但我比较确定的是，3分钟之内一定不会炸，那我只要在这之前取出金子就OK了。

所以你发现了吗，财务高手在做投资决策时，要做的重要一步，就是预测和“量化风险”，尽可能做到心里有数。

那具体怎么做呢？

财务高手通常会从三个维度来分析，为了方便你记住，我把它总结成：点线面。

## 点分析

点分析，其实你很熟悉。这个分析方法也叫保本分析，就是分析项目的保本底线是多少。

为什么财务最先会关注保本点呢？

心理学家卡尼曼发现，人们对损失和获得的敏感程度是不同的，损失的痛苦要远远大于获得的快乐。而这个敏感度最高的点，就是从亏损到收益这个转折点，也就是保本点。卡尼曼因为这个“前景理论”，获得了诺贝尔经济学奖。

这个理论在财务上也得到了印证。1968年鲍尔和布朗(Ball and Brown)两位教授，对上市公司的盈余公告进行了研究。他们把企业分成亏损和盈利两组，发现每一块钱亏损造成的股价下跌的程度，几乎是每一块钱盈利带来的股价上涨幅度的一倍。

事实上，研究发现，公司每年的盈利目标有三个层次。首先就是保证不亏损，第二层目标是超过去年同期，第三层目标是超过证券分析师的预期。

因此企业在投资的时候特别关注保本点，因为项目收益会直接影响企业整体盈利情况。

保本分析，在实际应用的时候，经常被用来做销量评估。比如公司准备投资100万生产太阳镜，每副眼镜售价是100元，公司需要评估，卖到多少副眼镜才能达到盈亏平衡，这就是点分析。

你可能认为这个基础分析，每家公司一定会做，但实际当中很多处在快速扩张的公司，往往会忽略这一点。2007年，我曾经在大连的夏季达沃斯论坛，访问过无锡尚德的创始人施正荣。这家公司曾经头顶中国最大光伏企业的光环，当时无锡尚德的业务发展非常好，于是施正荣决定急速扩张产能，我问他，你算过要消化这样的产能，需要多大的市场吗？公司未来几年能不能达到这个销售额？

施正荣当时却认为，公司在扩张期，最重要的就是多投入。但是太阳能不是一个自我能维持的产业。所谓的热销是建立在政府巨额补贴前提下的，类似的还有新能源汽车。一旦补贴下降，市场自然就不行了。结果2008年金融危机，政府减少了对太阳能的补贴，无锡尚德最终以破产重组告终。

## 线和面分析

对于很多投资来说，仅考虑保本点是不行的。也就是说，点分析有两个问题解决不了：

第一，有的项目明知道财务上是亏的，但是出于战略需要，也要投。比如前几年烧钱的千团大战，打价格战企业是有亏损预期的，这时候做保本分析就没有意义。这个时候企业需要量化和评估的风险是，最多会亏多少？

第二，在财务高手眼中，投资风险指的可不仅仅是损失的可能性，而是结果的“波动性”。美国学者威廉姆斯(C.Arthur Williams)和汉斯(Richard M.Heins)在《风险管理与保险》(Risk Management and Insurance)这本书里，把风险定义为“在给定的情况下和特定的时间内，那些可能发生的结果间的差异。”

也就是说，只要实际结果和预期结果出现偏离，无论是正向还是负向偏离，就都是风险，都需要管理。

负向偏离就是我们说的损失，那正向偏离是什么呢？就是比预期做的好，超常发挥了。

一般财务都会对“负向偏离”，也就是赔钱紧张，但是财务高手，会意识到正向风险也是风险，同样需要量化和管理。

你可能觉得奇怪，比预期做得好也要管，为什么？

我给你举两个例子，你就明白了。

假设公司今年的盈利目标是2000万，结果一下做到了4000万，大家都欢欣鼓舞，但CFO可能就会眉头紧锁。

为什么呢？你应该记得，我们说过“利润可持续性”这个重要的财务思维。分析师和投资者都是根据企业今年实际达到的业绩，来制定明年业绩预期的。今年冲的太猛，就会大幅提升投资者对未来业绩的预期。明年只能比今年赚得更多，目标会越来越难达到。

Beidleman (1973)等教授研究发现，企业就在业绩超常发挥的年份，会有意压低报表上的利润，把它转移到亏损年度，使财报尽可能反映出持续稳定的盈利趋势。Graham等教授2005年调查了401名财务主管，96.6%的管理者表示，他们更偏好平滑的利润增长。平滑的收益，会向投资人和合作伙伴释放一个信号：这是一家稳定的公司，能获得更高的资本市场估值，更低的债权融资成本。

所以，企业关注利润的可持续性，同时也关注利润的稳定性，尽可能让利润平滑增长，而不是像心电图那样，一会儿出现一个波峰，一会儿又出现一个波谷。

正向偏离也需要管理的另外一个原因，是因为企业所有的经营活动，都是需要部门之间联动的。某一个部门超常发挥的时候，可能会导致联动的部门跟不上，从公司整体来看，不见得是最好的。

比如每年双十一的交易量，就存在很大不确定性。阿里巴巴的运营部门需要预测的，可不仅是交易多少才能保本，更重要的是交易量最多能达到多少。最高交易量的预测，能帮助其他协同部门，比如技术、运维、物流、售后等，提前做好准备，安排充足甚至冗余的资源，避免系统崩溃、客服人力不足等等这些直接影响用户体验的风险发生。

聚美优品就曾经多次发生过这个问题。2013年，聚美优品三周年庆，但公司没有做好预测和准备，促销活动刚开始六分钟，官网就已经进不去。它只能把原本只计划举办一天的促销活动，延长为三天。多让利给消费者的这两天，对公司来说就是损失。

所以风险量化，需要关注的不仅是损失，而是和预期偏离的可能性，无论是正向还是负向的。

这是风险管理很重要的一个思维方式，你一定要记住。

从财务角度来说，一个项目预期收益最好情况和最坏情况之间的波动性越小，风险就越低。

这种对最好情况和最差情况区间的预测，就叫“线分析”。

线分析，需要做的是三步。

第一步，找到最影响投资决策的核心指标，比如价格、销售量等等。

第二步，每个指标预测三个情况：一般情况，最差情况和最好情况，形成一个区间。比如，一副太阳镜一般情况卖100元，最差情况打八折，降价到80元，最好情况能卖到120元。这就形成了一个价格最好和最差情况的区间。

第三步，分析最好和最坏情况下的结果差异。如果在这两种情况下，得到的投资结果比较靠近，那就说明这个项目收益的波动性小，也就代表这个投资的风险小。



动性小，也就代表这个投资的风险小。

但线分析也有个问题，是只考虑单个指标独立的波动，没有考虑各个因素之间的联动。

但是我们知道，指标之间是有联动关系的，比如降价策略，一般来说会同时带动销售量。面分析要解决的就是联动性问题，也就是一个基于战略的分析。面分析的步骤和线分析是一样的，但是在预测指标波动情况的时候，是要多个指标同时决定的，比如价格和销量的最好情况和最坏情况，是要一起来看的。

## 风险量化和风险偏好

这一讲，我们讨论了风险量化对投资决策的重要性，并且特别强调，要关注正向风险。但是即使在充分识别、量化、评估风险之后，面对同样的分析结果，不同风险偏好的决策者往往会做出不同的选择。

比如千团大战的时候，拉手网曾经是最为激进的一家，大肆烧钱铺广告，曾经一夜之间同时上线了100个城市站，让业内同行吃了一惊。而美团却用了稳健的扩张方式，非常讲求投入产出比，尽可能利用免费方式进行推广。王兴曾经说过这么一句话，“对于大趋势的判断并不难，重点是判断后能不能守得住底线。”

无论投资决策是激进还是保守，财务要始终理性，美国有一句著名的企业家宣言，叫“做有意义的冒险”，企业家关注冒险，而财务需要做的，是量化这个“意义”的尺度。

### ——◆ 课堂小结 ◆——

财务高手如何量化项目投资的风险：

首先，风险量化关注的不仅是负面风险，正面风险也同样需要量化和管理。

其次，风险量化有“点、线、面”三个方法。

最后，如何基于风险量化的结果做投资决策，跟决策者自身的风险偏好很有关系。

### ——◆ 课后思考 ◆——

你的工作或生活中有什么正向风险需要管理吗？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

点击加载留言





# 20 | 实物期权：应对投资的不确定性

你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

上一讲我们讨论了投资前怎么量化风险。但是有些项目，比如创业、创新类项目，不确定性非常高，投资前其实很难判断风险究竟多大。这讲当中，我们就来说说不确定性高的项目，应该用什么投资策略去应对。

咱们先来讨论一个并购案例。

并购对企业来说是把双刃剑，成功的并购能明显提升企业业绩。比如在A股市场以并购著称的蓝色光标这家公司，上市后利润4年间增长了7倍，其中一半以上的利润来自并购。

但失败的并购，也能迅速拖垮一家公司。2016年，一家叫宜通世纪的上市公司，收购了倍泰健康这家公司，结果第二年倍泰健康的业绩就开始变脸。2018年上半年，给宜通世纪造成了近5个亿的损失。

现在假设你是一家眼科连锁上市公司的CFO。有一天CEO跑来告诉你，他想收购一些市场上的小诊所，问你财务上怎么操作好。

最传统的收购方式呢，就是由公司作为主体，直接去买这些诊所。但是这样做，会计上就会要求合并报表，也就是说，这些诊所未来的收入和损失，都会算在上市公司的报表里。但你知道这些小诊所成立只有短短几年，未来能不能给公司带来收益，非常不确定。但凡这些诊所亏损，公司就会跟着遭殃。

不收购会错过机会，收购了面临很大风险，怎么办呢？

办法其实有一个，那就是在设计投资方案的时候，想办法创造“实物期权”。

## 实物期权创造投资柔性

实物期权这个理念非常重要，因为它代表了投资领域中的一次思维革命。

1998年，Luehrman教授在《哈佛商业评论》上先后发表了两篇关于实物期权的文章：他认为传统投资决策思维最大的缺陷，是从静止的角度看问题。一个项目，要么现在就投，要么永远不投。

但是，当投资标的的不确定性很高的时候，正确的方式是从动态的角度来看，增加投资的灵活性和柔性，想办法加入中途调整的权利。这些权利，在金融里叫实物期权。

中途调整的方式很多，常见的包括：推迟投资决策，或者追加投资，放弃投资等等，对应的金融术语就是：延迟期权、扩张期权、和放弃期权。

具体怎么操作呢？

刚才我们提到的那家眼科连锁上市公司，背后其实是有个原型的：爱尔眼科。

爱尔眼科2010年上市之后，就遇到了我们说的这个问题，既想收购一些有潜力的小诊所进行外延扩张，但又担心这些诊所将来如果失败，会影响爱尔眼科自身的财务报表。

于是，爱尔眼科就找了很多投资机构，联手成立了多家并购基金。先由并购基金出面，对这些小诊所进行投资。由于这些诊所是通过基金，而不是爱尔眼科直接投资的，所以业绩就不用纳入爱尔眼科的报表。等诊所开始盈利了，再由爱尔眼科收购，纳入上市公司体系内。那些没有熬过培育期的诊所，直接在体系外自生自灭了。

你看，这波投资操作，用的就是实物期权当中的“延迟期权”策略。先通过基金投资，锁定标的，同时把这些诊所放在体系外培育观察，等前景更加明朗之后，再决定要不要纳入上市公司体系内。这样呢就有效延迟了并购的决策时间，尽可能消除了并购前的风险。

从财务视角看，这样操作其实还有两个很大的好处。

首先，并购基金是爱尔眼科和其他投资人共同设立的，所以爱尔眼科只需要出一部分钱，就能撬动更多的资金，来投资更多的诊所。

其次，这个方法对提高爱尔眼科的市值很有帮助。为什么呢？因为爱尔眼科只会挑那些培育成功的诊所进行收购，并且纳入报表。所以作为上市公司，他的报表只会越来越好看。这些优质的诊所，并购进来，不但自身可以提升爱尔眼科的利润，还能增加资本市场对爱尔未来业绩增长的预期。我们知道资本市场是有放大作用的，企业每一块钱的利润，在资本市场上乘以市盈率，市值就放大了几十倍。所以对于爱尔眼科来说，并进报表的每一块钱利润，其实值好几十块钱。

那亏损项目呢？反正是放在上市公司之外的，所以每一块钱的亏损，价值就是一块钱。而且，爱尔眼科只需要承担其中的一部分损失，剩下的由基金其他出资人承担。

所以这种操作，本质上是一种很聪明的市值管理方法。只要爱尔投资的所有诊所中，成功和失败的比率不太失衡，那些成功项目，经过资本市场放大后带来的收益，就足以填补那些亏损项目的损失。

通过这种方式，到2017年底，爱尔眼科拥有了236家眼科诊所，其中纳入上市公司体系内的有79家。

其实，用“延迟期权”这个策略对那些有潜力，但不确定性高的项目进行投资的，还有足球俱乐部。俱乐部培养年轻球员，储备力量是很重要的投资。但是每个年轻球员都能成为梅西吗？当然不是，事前其实很难判断。所以曼联作为一个上市公司，不会直接和一个年轻球员签约，而是先把放到曼联青年队里训练和评估，达标了才会纳入正式队伍。

说回到刚才并购基金的案例。由于这种操作，大大增加了高风险项目的投资柔性，所以这几年很受上市公司欢迎。2014年新修订的《上市公司收购管理办法》，也鼓励企业设立并购基金。所以2014-2016短短三年，新成立的上市公司并购基金数量从40多只一下发展到600多只。

## 实物期权和企业战略

从财务角度看，实物期权思维的价值，不仅是规避风险，本质上它降低了企业的试错成本，让企业敢放开手脚，不断去开拓和尝试新的领域。

最典型的例子就是高科技公司思科。作为全球领先的网络硬件公司，思科最担心的从来并不是朗讯、贝尔这些大公司的正面竞争，而是颠覆性技术的出现。颠覆性的新技术在哪？在创业公司的手里。思科想要保持龙头地位，就必须地毯式地扫描和并购这些新技术公司。

跟爱尔眼科一样，处于战略考虑，必须收购这些新技术公司，同时又担心影响公司的报表和资本市场表现。

思科是怎么做的呢？它去找了世界顶级的风险投资公司红杉。思科利用自己的技术眼光和资源网络，发现值得培育的新技术公司，然后通过和红杉共同成立基金对项目进行投资。这些公司如果孵化成功，就卖给思科。如果孵化失败，就当是风险投资的风险。

所以你看思科的成长史，就像是看一部高科技行业的并购史。在过去20多年中，思科就是基于实物期权这种投资策略，没有后顾之忧的去捕获新的颠覆性技术，保持了它在市场的领导地位。

## 什么项目不适合实物期权？

听到这儿，你可能会觉得，实物期权这个思路简直太棒了。

但其实，也有一些不确定性高的项目，并不适合用实物期权的思路去投资。

这个问题我和Paypal的创始人，Facebook的投资人彼得蒂尔曾经探讨过。

他认为互联网项目的投资，是适合实物期权策略的。因为互联网是数据驱动的，而好的互联网公司数据都是曲线增长的，所以投资人根据数据的阶段性变化，很容易判断项目是不是达到了阶段性目标。比如腾讯投资滴滴用的就是实物期权的策略，2013年4月先投了一笔，2014年1月随着滴滴用户量的增加，又追加了投资，2014年12月又继续追加了一笔。

但是有些行业和企业发展状态是二元型结构的，在达到关键里程碑之前，公司可能一直都没什么价值。但是一旦突破关键里



一直都没什么价值。但是一旦突破关键里程碑之后，公司就会发生质变。

这个关键节点，可能是某个技术突破。比如生物技术类的创业公司，在达到技术可行性前后，价值差异巨大。

还有的关键节点，可能是个行业门槛，比如说电动汽车，200亿的起步投资才有可能进入量产，量产之前，这个企业的价值就不大。

这样二元型结构的项目，阶段性成果不明显，所以就不适合用实物期权的方法。当然，现在很多投资机构还是会想办法为这类项目人为设立阶段性里程碑，但其实很难真正量化阶段性成果。另外，这样的项目，如果投资人基于实物期权的思路进行投资，中间随时准备撤出，会让合作双方的承诺度降低，合作信心大大削弱。

### ——◆ 课堂小结 ◆——

财务高手在面对投资中的不确定性时，会巧妙使用“实物期权”：

第一，面对不确定性高的项目，可以用实物期权的思维方式进行投资，在投资中打造柔性和灵活性。

第二，实物期权的投资方式，可以让投资的试错成本大大降低。

第三，实物期权，更适合那些阶段性里程碑能够清晰定义的项目。

### ——◆ 课后思考 ◆——

你觉得你的工作和生活当中的哪些决策，适合用实物期权的理念去做？哪些不适合？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

点击加载留言



## 21 | 分红政策：分红多就是好公司吗？



21 | 分红政策：分红多就是...



你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

这一讲，我们来说说财务重点关注的一个分配问题：分红。

什么是分红呢？就是说，公司定期从盈利中，按股票份额的一定比例支付给股东的红利。

分红是投资者兑现投资收益的一个重要方式。2017年咱们国家上市公司当中，就75%左右的企业进行现金分红，也有25%的企业没有进行分红。

那么问题来了：为什么有的分有的不分？盈利了必须分红吗？分红的都盈利了吗？分红的公司就是好公司，不分的就不是好公司吗？

接下来咱们就来搞清楚，分红背后的秘密。

### 分红能力

讨论分红之前，咱们先来说说什么公司才有资格谈分红。有这么一个名词：分红能力。这个词其实是在谈分红的前提条件。

分红得看什么条件？两个：利润和自由现金流。

咱们先说说第一个指标：利润。你要注意，我这里说的利润，指的是企业的未分配利润，而不是当期利润。有什么差别呢？未分配利润就好比是你多年攒下来的积蓄，当期利润就好比是你今年的工资。

也就是说，公司某一年出现亏损，只要有充足的未分配利润，理论上来说，也是有能力分红的。

好比今年你投资上亏了一大笔钱，把一年的工资都亏掉了。过年的时候孩子跟你要大红包，那怎么办呢？其实你可以从前几年工资省下的积蓄中拿。当然，企业的当期利润也非常重要，当期亏损的企业，分红肯定更加吃力。

看企业分红能力，要把利润和自由现金流搭配看。企业有利润，但不一定有现金；现金充裕，但也许一部分要拿去投资好项目，能剩下闲钱，才有能力分红。

所以我们需要关注另一个分红能力的指标：自由现金流。注意，是自由现金流，不是现金流。当自由现金流为正时，企业才有合理的分红能力。

自由现金流量=企业经营活动产生的现金流量-资本性支出

这个公式很好理解，公司的现金，减去资本性支出，也就是有固定用途的那部分钱，剩下的“闲钱”，就是企业可以随意支配的部分。

需要说明的是，这个指标不要求企业在报表中披露，但是，计算这个指标需要用到的所有财务数据，在报表里都可以找到，你就是需要自己算一下。

### 不分红的公司，一定不是好公司吗？

明白了自由现金流的概念，你就明白为什么有的企业利润为正，也有现金，但是不分红了。

比如巴菲特掌管的伯克希尔·哈撒韦公司，1965年至2017年，它的年化收益率是19.1%，总收益是10880倍，而同期标普500指数涨幅才不过155倍。这么厉害的公司，历史上只分过一次红，而股东从来也没有抱怨。为什么？

巴菲特的理由很简单，伯克希尔赚来的钱，用于再投资扩张、发展业务，比分红要划算。伯克希尔高得惊人的股价是最好的证明，它的A类股价目前是世界最高的，已经突破了30万美元一股。

是的，你没有听错，30万美元一股，下次如果有人说他买了伯克希尔公司的股票，你就知道这个人肯定不差钱。

微软曾经也不爱分红，它1986年上市后的头17年中，业绩一直保持年均30%的高速增长，有大量好的投资机会。所以会选择把钱拿去投资，而不是留在公司内部等待分红。

不过，从2003年2月开始，微软开始保持每年稳定比例的现金分红。为什么？因为它达到了稳定的规模，公司进入成熟期。

所以管理层一直在：分红回馈股东和投资让企业增值之间寻找平衡。而这个平衡点，和企业的生命周期有很大关系。

还记得咱们在第一模块中说过，公司的现金结构，也和生命周期有关吗？所以是否分红，也是看待企业财务轮廓一个特别重要的维度。

事实上，在2013年证监会出台的《上市公司监管指引第3号》中也规定，上市公司应当根据自身情况提出现金分红政策，如果公司发展属成熟期且无重大资金支出安排的，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%。

所以处在快速发展阶段的企业，不分红是因为他们有大量好投资机会。事实上，当这些公司决定开始分红了，先别着急高兴，这其实可能是从成长股向价值股转变的一个重要信号，说明今后企业发展要减速了。

有一个这样的笑话：小偷去戴尔公司财务部门偷东西，用了5个小时，终于撬开了硕大的保险柜，发现这家世界500强公司的保险柜里面只有一个小纸条，上面写着：“戴尔公司从来不把钱放在保险柜里，我们喜欢拿别人的钱赚钱，保险柜只是用来保存这个秘密！”

因为当时戴尔公司有很好的发展机会，所以，他们的钱主要应该用去投资。

### 分红的稳定性

好，有钱不分红，有时候是具有合理性的。那么，有钱也分红的企业，我们应该关注它分红的什么特征呢？

财务高手给了一个角度：那就是分红的稳定性。

比如格力，曾经坚持了11年分红，投资者已经有了分红预期。2017年格力发布公告说不派发现金红利。董小姐的一句“不分红”，后果有多严重呢？格力的股价应声下跌了9%，格力272亿市值没了。

不稳定的分红，有的时候可能比不分红更可怕，因为它释放了一个非常负面的信号。可持续性始终是一个特别重要的财务思维，不仅利润要如此，分红也一样。

美国的上市公司在制定分红政策的时候，可持续性是他们的第一原则。也就是说，公司一旦公布现金分红政策，比如按照每年净利润的一定比例来进行分红，就会保持基本的连贯性和稳定性，不会年年大变样。这在金融学中叫“分红平滑”现象。

分红平滑也是公司的一个财务战略，用来淘汰一些短期投机股东，逐步构建一个与公司业绩发展战略和价值取向一致的长期投资目标股东群。

Brav教授等人2005年在金融学顶级期刊发表了一个调查研究，叫《21世纪的分红政策》(Payout Policy in the 21st Century)。他们发现，投资者更愿意持有那些分红可持续性高的股票。

### 亏损企业，为何也分红？

市场上还有一批公司，明明没有分红能力，却也在大额分红。这些公司分红，也是为了回报股东吗？

这种情况需要你特别关注，因为这种行为，往往有别的动机。

比如在深交所上市的“陕国投”。它从2002-2007年7年间没有分红，2008却突然开始分红，而且分红方式非常土豪，从2008-2013年间分红总额占净利润的30%以上。

这是什么道理？

原来2001年至2008年，证监会曾经为了鼓励上市公司分红，相继4次出台了关于上市公司再融资资格与分红水平挂钩的“半强制分红”政策。也就是说，上市公司只有分红了，才能获得再次融资的资格。

所以陕国投的突然分红，不是为股东利益着想，而是为了后续进行大规模再融资。公司通过现金分红的方式，先向市场投资者发送一个正向信号，让广大投资者认为自己是高质量，为股东着想的公司，是为了吸引更多投资者参与再融资。这等于是先花一笔小钱，目的是为了在资本市场套一笔大钱。

套一笔大钱。

所以第一个分红动机，是公司有可能为再融资做准备。有意思的是，在再融资完成后的2012和2013年，陕国投的分红数量开始明显降低。

那怎么判断企业是不是为了融资才分红呢？你可以看报表上，过去几年的投资是不是突然增加了，企业是不是上了新项目，一般这种情况，就是需要融资。

第二个分红动机，藏在这些公司的股东结构里。如果你去看这些公司的财务报表，就会发现，其中大部分公司的控股股东持股比例在30%以上。

比如英力特这家公司的大股东英力特能源，持有英力特51.25%的股份。2018年，英力特发布了一个豪华分红预案，一共3.64亿元，占利润分配总额的比例达46.61%。而这次分红的一半以上的资金都会流进大股东的口袋。

你发现了吗？没能力时还分红，很可能是大股东套现的一种方法。大股东持有的股份最高，从高分红中获得的收益也最大。大股东想要套现，可以卖股票，但是会牺牲控制权，就可以通过高额的现金分红，把上市公司的资金转移到自己一方，把上市公司当成了自己的“提款机”。

所以当你在判断一家企业分红情况的时候，思维方式是：去看看这家公司的分红能力和分红意愿之间是否匹配。

有分红能力但是不分红，以及没有分红能力但还在分红这两类企业，是特别需要去关注的。

### ——◆ 课堂小结 ◆——

财务高手怎么看待分红：

第一，利润和自由现金流是衡量公司分红能力的指标。

第二，分红与否和企业生命周期有关。

第三，可持续的稳定分红最珍贵。

第四，没有能力的公司也分红，需要洞察它背后的真实动机。

### ——◆ 课后思考 ◆——

除了现金分红，公司还能通过哪些其他方式回馈股东呢？

欢迎你给我留言，我们下节课再见。



留言精选

点击加载留言

Aa

与密言

0

信朋友说

# 结束语 | 2050年的财务是什么样子？



结束语 | 2050年的财务是什么样子？



你好，我是贾宁，欢迎来到我的《财务思维课》。

当你学到这一讲时，你应该已经有很多收获。

打造这门课的初衷，是为了跟你分享最前沿的一些财务思维。但事实上，每一次商业社会经历“大爆炸”式的变化，就会产生新的财务问题，财务思维和实践也会因此面临一次新的迭代和升级。

这两年我参加了不少学术界和业界的研讨会，很明显的一个感受是，大家都很焦虑，非常有压力。因为技术的发展，外部环境和商业模式的创新，从来没有像今天这样迅速过。

所以在这门课的最后一讲，我想跟你分享这样一个话题：关于未来，财务高手们最关心什么？财务制度会朝哪里发展？我们又该做些什么呢？

## 未来财务报告还有用吗？

让财务专家焦虑的一个大问题是，我们现在看到的财务报表，未来还有用吗？

这也是第一讲我给你留的那道思考题。我看到了大家非常精彩的回复，在这里我想跟你分享一些业内人士的观点。

财务界资深教授Baruch Lev和Gu Feng两位会计教授在2016年出了一本书：《会计终结、投资者和管理层的出路》*The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers*。他们做了一系列数据分析，最后出的结论是，传统会计制度即将终结了。

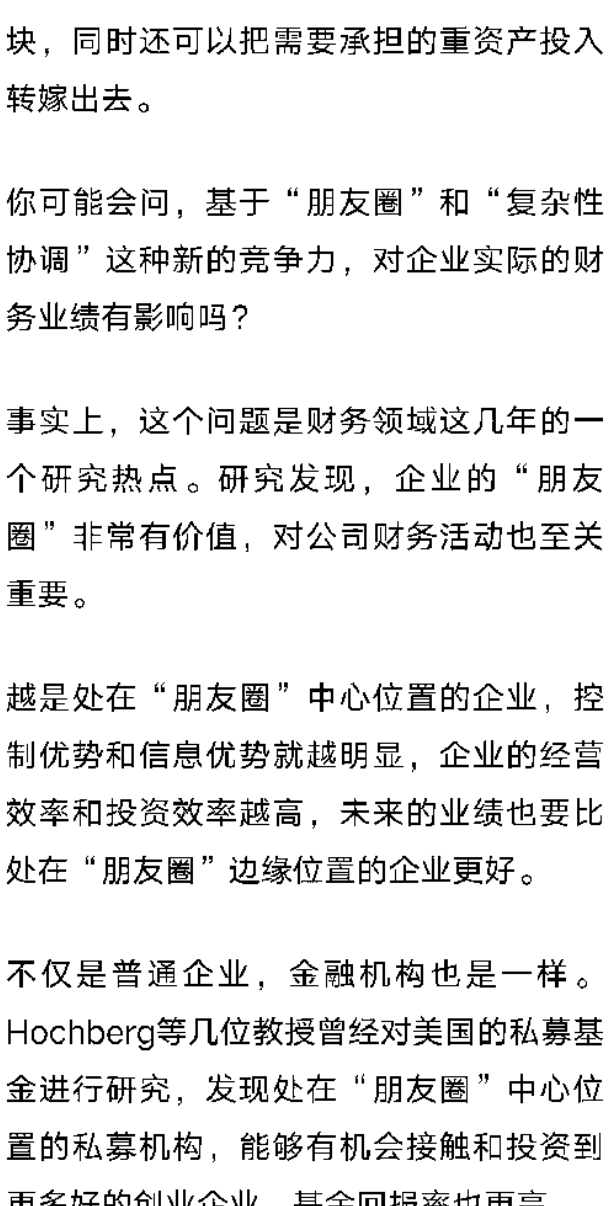
为什么呢？

因为现在我们使用的财务制度是工业时代创造的。对制造业企业来说，最有价值的资产是看得见、摸得着的实物资产，价值一般都比较确定，所以企业实际拥有的资源，和财务报表中的资产是比较接近的。

1970年，在Eldon Hendriksen撰写的近600页的《会计理论》这本书中，有关无形资产的篇幅只有20页。

但是到了40多年后的今天，我们已经步入了信息和技术时代，无形资产变成了企业最值得投资的东西。

你可以通过下面这张图（图一），看到两位教授的研究成果，你会发现，在1977-2013年间，企业在有形资产上的投资速度，远远低于在无形资产上的投资速度。



除了品牌、专利、技术这些传统的无形资产之外，这两年财务人员特别关注的另外一个无形资产，是企业的“朋友圈”，或者叫企业的“生态网络”。

彼得蒂尔在《从0到1》这本书里提过一种重要的企业核心竞争力，叫“复杂性协调”(Complex Coordination)。互联网年代，企业早已过了“单打独斗闯天下”的阶段，聪明的企业都懂得“生态决定成败”的道理。

你每天早上醒来打开手机，习惯性地刷一遍微信，在美团上叫个早点，然后用滴滴上叫辆车去上班。

这一些列活动表面看起来好像没什么联系，但其实刚才说的这几个公司背后，都有同一个投资人，那就是腾讯。2015年，马化腾就抛出了“半条命”的说法：公司专注主营业务，其他业务通过投资交给其他更合适的团队去做，这样更能将资源利用和效益最大化。

苹果也是打造生态网络的高手。你肯定知道，库克是个供应链高手，依靠苹果强大的品牌效应，他几乎统治了整个产业链。苹果只做核心业务，其他部分采取合作，比如把iPhone的生产外包给富士康，这样做不仅让苹果能够站在利润最高的业务板块，同时还可以把需要承担的重资产投入转嫁出去。

你可能会问，基于“朋友圈”和“复杂性协调”这种新的竞争力，对企业实际的财务业绩有影响吗？

事实上，这个问题是财务领域这几年来一个研究热点。研究发现，企业的“朋友圈”非常有价值，对公司财务活动也至关重要。

越是处在“朋友圈”中心位置的企业，控制优势和信息优势就越明显，企业的经营效率和投资效率越高，未来的业绩也要比处在“朋友圈”边缘位置的企业更好。

不仅是普通企业，金融机构也是一样。Hochberg等几位教授曾经对美国的私募基金进行研究，发现处在“朋友圈”中心位置的私募机构，能够有机会接触和投资到更多好的创业企业，基金回报率也更高。

你看，“朋友圈”的价值这么大，但你能从财务报表上看到吗？

你看不到，我们说过，哪怕再有价值的资源，只要不能精准量化，会计准则目前就不允许它出现在财报里。

但是，无论会计上怎么记录无形资产，不可否认的是，投资者确实越来越看重无形资产的价值和对企业未来的影响。

Lev和Gu教授对这个问题做了研究，从下面这张图（图二）就可以看到研究结果。他们发现，在过去的20年中，传统财务报表提供的信息大概只占投资者在做决策时使用信息的5%，这个比例一直没有很大的变化，说明财务报表仍然是投资决策的一个基础。然而，非财务信息和独立第三方，也就是证券分析师的预测，在投资人决策中的比重变得越来越重要。



事实上，投资者不仅在对财务信息的关注点上，也已经发生了很大变化。斯坦福商学院Mary Barth等几位教授最近的研究发现，在60年代，投资者在做投资决策是最看重的财务指标是是利润，占财务信息比重的61.4%。

但是到了2010年左右，利润的决策相关性比重已经下降到33.6%，投资者开始把更多的关注点放到现金、研发支出、销售收入这几个财务指标上。

你有没有发现，在无形资产时代，大家又开始走回头老路了。当利润越来越不能反映企业的真实绩效的时候，现金的信息含量又变得高了。

## 财务报告改革思路

那财务报告制度应该怎样升级迭代，才能更真实反映现在企业的真实情况呢？

这个问题很难，因为我们在第一讲中说过，会计制度有它的局限性。

2004年，财务准则的主要制定者，国际会计准则理事会(IASB)和美国财务会计准则委员会(FASB)曾经开展过一个联合项目，叫财务报表列报。提议对三张主要报表的内容和结构作重大调整。但是这个项目，后来因为来自各方的强烈反对，在2010年暂停了。

有学者提出了另外的建议，既然无形资产放入现有的报表中比较困难，那么未来除了传统的财务报表之外，应该要求公司披露另外一个报告，叫《战略资源和结果》，主要用来披露与无形资产相关的内容，比如专利、信息技术等。

因为他们相信投资者是足够聪明的，财务报告需要做到的就是充分披露，给投资者足够多的信息，让他们自己选择如何使用和判断这些信息。

虽然还不确定是不是要增加一个报告，但是国际会计准则理事会，确实将如何提高企业与外界沟通的效率作为下一步工作的重点。

比如，为了让财务数据能够反映企业真实的经营业绩，国际会计准则理事会已初步决定业绩报告中，披露一个叫“管理者业绩指标”(Management Performance Measures)的新科目。



Measures)的新科目。

这个要披露的业绩指标到底是什么？其实没有统一要求，企业自己定，但是这个指标必须对理解企业的财务业绩有帮助，而且你还得告诉我们，为什么这个指标最能反映企业的真实价值。

事实上，很多公司已经在使用其他业绩衡量指标，来反映企业的业绩信息了。

比如苹果，京东都采取了非GAAP标准，也就是说，他们在美国要求的GAAP（美国公认的会计准则）这套体系之上，又做了一些自主调整，就叫非GAAP标准。研究发现，标准普尔500公司中，88%的企业选择了报告非GAAP指标。在非GAAP指标下，企业的净利润平均提高了82%。所以有人开玩笑说，“管理者业绩指标”应该叫“管理者想要的任何业绩指标”。

这些新的财务指标对投资者来说，是更有用了呢？还是更困惑了呢？这需要时间的检验。

## 人工智能的影响

财务报告也许未来不会消失，但是财务人员是不是会消失？这是财务专家们焦虑的第二个问题。

前段时间BBC分析了365 种职业未来“被淘汰概率”，排名第三的就是会计。

前两年，“四大”会计师事务所都陆续推出了自己的财务机器人。

财务机器人可以完成财务流程中高重复的手工操作；比如录入信息，合并数据，汇总统计；将合规问题和审计工作实现“全查”，而不是现在的“抽查”。

我和谷歌前AI首席科学家李飞飞讨论过，她认为人工智能最大的价值，是取代重复性强，没有增值的工作，让人类有更多的时间去关注人和人之间的“沟通”和“战略思维”层面的工作。所以AI时代，对财务人员的能力素质，提出了更高要求。他们不再负责记录信息，而是使用信息。比如基于信息进行风险控制，财务决策，这些短期内仍然是很难取代的。未来的财务会融入到每个人的工作中。大数据和信息系统的的发展让这成为了可能。

毫无疑问，到了2050年，商业环境一定会发生巨大变化，而我们这门财务思维课也会不断升级，永远和你站在财务思维的最前沿。

最后，恭喜你，完成了整个财务课的学习，希望你已经达成了课程开始时你给自己定的那个目标。

课程结束后，我也会通过加餐或者直播的方式，继续跟你分享我最新的思考和洞察。

如果你觉得有所收获，也欢迎你把这门课推荐给身边的朋友，一起运用财务思维重新理解商业社会。

谢谢你，祝你一切顺利。

