



公司金融

清华大学经管学院 朱玉杰

2021年



老师介绍

- 清华大学计算机系 工学学士、硕士
清华大学经管学院 经济学 博士
清华大学经济管理学院金融系 教授 博导
- MIT、哈佛等校访问学者
中国国际经济合作学会理事会常务理事
中国金融协会金融工程专业委员会副秘书长
多家公司独立董事、监事、顾问
- 主要研究领域 公司金融、国际直接投资、国际贸易



课程作业

习题

按课程进度布置习题，习题由助教批改。



课程成绩

1. 考试

本课程只有一次期末考试，考试深度在习题和案例范围以内。

2. 评分结构

课堂参与（每次课需要签到）	10%
期末考试	50%
课后作业	40%



教材

- 《公司理财》 Stephen A. Ross等著，吴世农等译，机械工业出版社



第一章

1.1 什么是公司金融



有限责任公司

- 现代股份公司起源于17世纪的欧洲。当时的企业为无限公司，股东必须清偿公司所有的负债。为了促进高风险企业的发展，如殖民地的开发，各个国家特许一些企业家建立股份有限公司。世界上第一个股份公司为荷兰东印度公司，该公司在1602年在发股募款。
- 当时荷兰人在阿姆斯特河桥上买卖荷属东印度公司股票，这是全世界第一支公开交易的股票。而阿姆斯特河大桥则是世界最早的股票交易所，在那里挤满了等着与股票经纪人交易的投资人。



1.1 什么是公司金融

- A: 什么是金融/Finance
 - 19世纪中期开始，随着有限责任公司法律形成，有限责任公司不断涌现，企业通过金融市场大规模筹集社会资本的现象开始活跃。
 - 1866年，英国词典(例如，Webster)出现Finance一词，定义为“筹集或提供资本的活动”。



1.1 什么是公司金融

- 把今天的钱推迟到未来再用（投资者）
把未来的钱提前到今天来用（融资者）
- 1997年诺奖获得者罗伯特·默顿教授则在《金融学》中指出：Finance是研究人们在不确定的环境中如何进行资源跨期配置的学科



1.1 什么是公司金融

- 金融核心是利益分配，决定了金融决策中预期收益与风险的关系。

企业家发现商机，定位，创建高效率、低风险的商业模式，制定业务战略和竞争策略，通过实业投资和管理，管理经营风险和财务风险，获得稳定或增长的资本现金流，创造投资价值。

投资家/金融中介运用金融模型评估企业价值创造能力和水平，整合或分拆现金流，设计金融工具及交易结构，匹配企业和投资者双方现金流期限结构、收益率和风险要求，管理投资价值风险，分享投资价值。



1.1 什么是公司金融

■ 西方学界对Finance 的理解,集中反映在两门课程:

1. 以公司财务、公司融资、公司治理为核心内容的Corporate Finance ,即公司金融。
2. 以资产定价(Asset Pricing) 为核心内容的Investments ,即投资学



1.1 什么是公司金融

- 国内学者将金融学分为微观金融学(Finance)和宏观金融学(Macro Finance)
 1. 微观金融(Finance)包括：公司金融、投资学、证券市场微观结构
 2. 宏观金融学(Macro Finance)：货币银行学、国际金融、金融危机与金融稳定、金融市场和金融中介机构、国际公司金融等



1.1 什么是公司金融

■ B: 什么是公司金融/ Corporate Finance

- 公司金融 (Corporate Finance) 由 Corporate + Finance 构成，不是为单一资产和个人或家庭融资活动，而是为企业筹集资本的活动，即为由有形资产、人力资本、组织资本等无形资产有机组合而成的法人企业融资，区别于其它形式的融资和其它金融领域的研究。

例如，房地产金融(Real Estate Finance，关注房地产单一资产融资)和个人或消费金融(Personal Finance)，关注个人或家庭融资)。



1.1 什么是公司金融

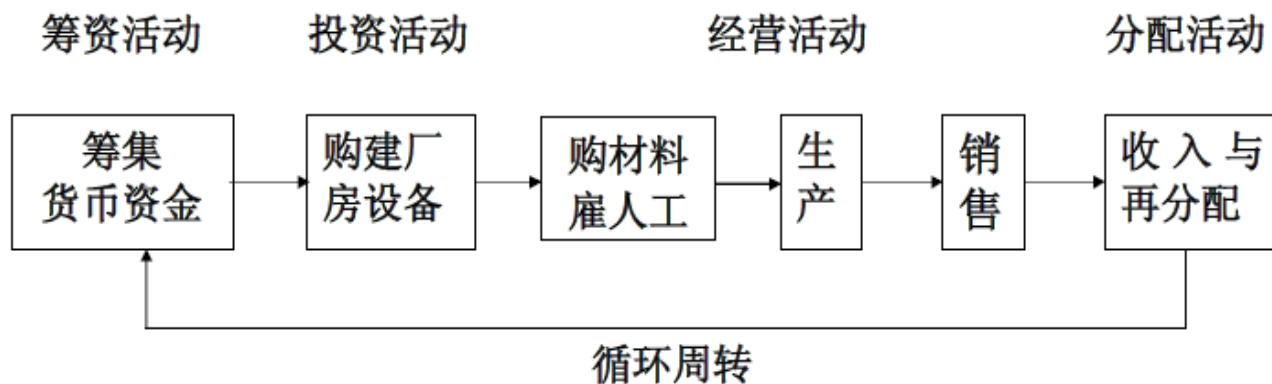
- 公司金融是研究公司当前与未来经营行为所需资源的取得（融资）与配置（投资）。
- 每一种生意都是获取和配置资产（包括实物资产和金融资产）的过程。
- 企业经营的目标：运用资产满足经济需求；使资产增值（价值创造、财富创造）。
- 因此，从金融角度看，企业的所有决策都是资产评估、投资与资产运作管理的决策，价值评估是核心问题。



1.1 什么是公司金融

- 投资决策：投资什么项目？（资本预算）
- 融资决策：如何为项目筹款？（资本结构）
- 营运资金管理决策：保持流动性？（运营管理、流动性管理）
- 分配决策：如何回报股东？（红利政策）
- 风险管理决策：规避何种风险？如何规避？（风险管理）

1、从公司内部经营流程看公司理财主要决策



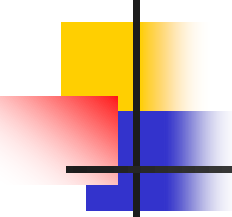
投资决策：投资什么项目？（资本预算）

融资决策：如何为项目筹款？（资本结构）

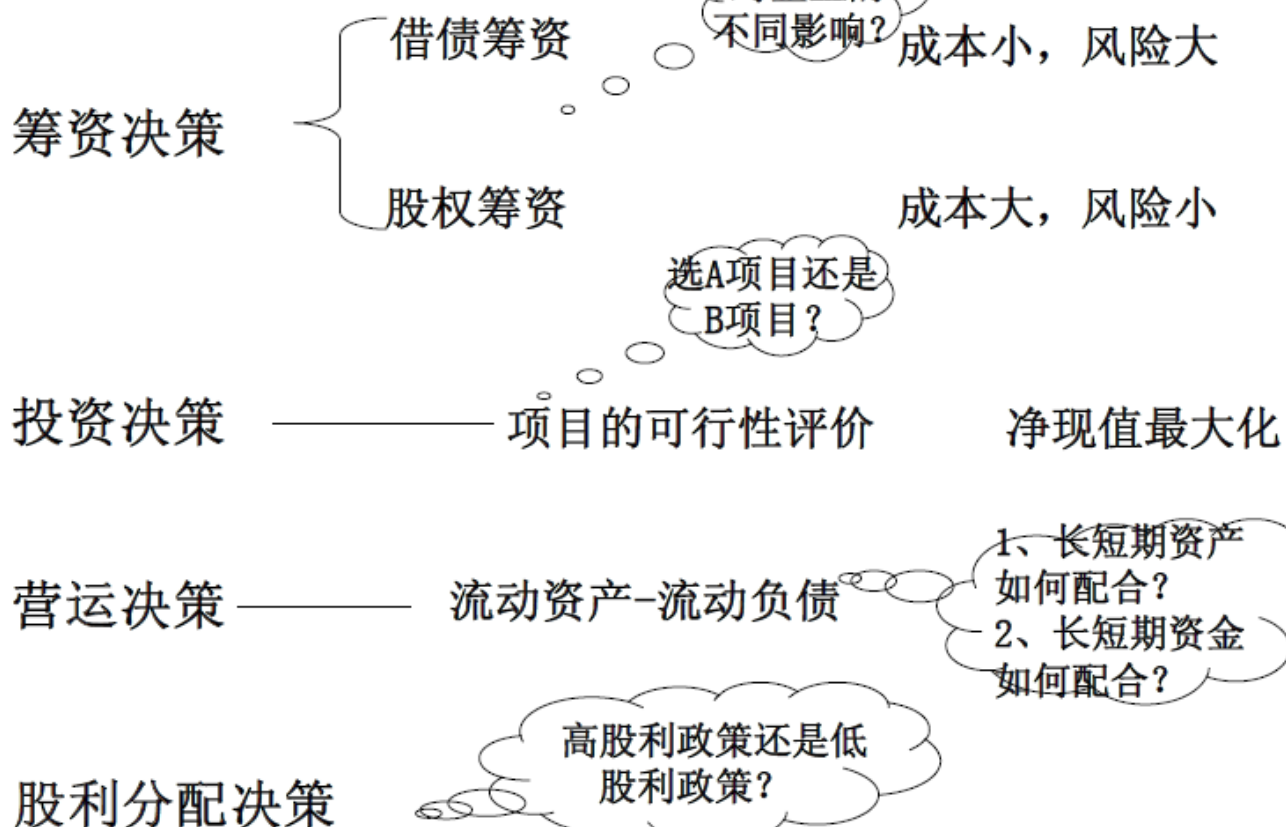
营运资金管理决策：保持流动性？（运营管理、流动性管理）

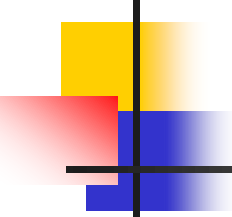
分配决策：如何回报股东？（红利政策）

风险管理决策：规避何种风险？如何规避？（风险管理）



企业四大金融决策活动





财务决策的困难在于：为了进行决策，需要将“预测未来的一系列信息”数据化

宏观经济分析→行业分析→市场分析→企业内部资源分析

以上过程产生一系列不确定性，即风险：

- 首先，未来外部影响因素太多，需要识别关键要素，即什么样的因素会影响企业的决策！
- 其次，需要把这些识别出来的重要的未来因素转换成可量化计算的变量
- 而为了转换这些未来变量，就需要对这么多的变量进行一系列前提假设条件；要进行一系列理论假设



1.1 什么是公司金融

■ 公司金融与会计

- 会计是公司金融分析的基础
- 会计注重历史(往后看),公司金融注重战略决策(向前看)
- 会计看重帐面价值,公司金融看重市场价值(由今后现金流决定)
- 会计相对客观,公司金融比较主观,但公司金融理论的目标是使财务决策更客观化



1.1 什么是公司金融

- 公司金融（CEO/CFO）的重要性
 - 2003年普华永道对全球43个国家1000多名CEO的调查显示：公司理财不再只是CFO的事，它对公司战略与领导力发挥着至关重要的作用。
 - 企业重新审视战略、执行与风险控制对可持续发展的重大作用。71%的CEO表示愿意牺牲短期利润换取长期股东价值。
 - CFO越来越多地涉入公司全局层面的决策，与CEO的互动越来越深入。



1.1 什么是公司金融

■ 企业CFO的素质与职责

- 根据《财富》1000强170位CEO访谈结果，CFO应该具备的素质有：系统思维能力、战略规划能力、领导能力、创造力、沟通能力、人力资源开发能力、合作精神，此外，公司治理、公司理财、资本预算、风险管理、会计程序等是最基本的知识结构和能力结构。
- CFO的职责：最好地组织财务部门承担其不同的职责；财务分析、预测与规划；投资与融资决策；财务协调与控制；与资本市场打交道。



1.1 什么是公司金融

- 静态观察公司金融：资产负债表（财务状况）
 - 投资：有关资产总额、资产组成的决策。形成资产负债表的左方。
 - 筹资：有关财务结构、筹资途径选择的决策。形成资产负债表的右方。
 - 股利分配：有关留存收益（即股利支付）的决策。也是一种筹资决策。



资产负债表

■ 资产

■ 流动资产

- 现金
- 有价证券
- 应收帐款
- 存货
- 其他

■ 固定资产

■ 其他资产

- 长期投资
- 无形资产

■ 总资产

■ 负债与权益

■ 流动负债

- 应付工资与税金
- 应付帐款
- 短期借款

■ 长期负债

- 长期借款
- 长期债券

■ 股东权益

■ 权益与负债之和



企业资产负债表模式

■ 资产总价值

流动资产

固定资产

1. 有形固定资产
2. 无形固定资产

■ 投资者拥有的总价值

流动负债

长期负债

所有者权益



企业资产负债表模式 —— 资本预算

■ 资产总价值

流动资产

固定资产

1. 有形固定资产
2. 无形固定资产

} 公司应该采取什么样的长期投资战略？

■ 投资者拥有的总价值

流动负债

长期负债

所有者权益



投资决策基本原则

■ 投资决策原则

- 不同资本市场类型的企业：上市公司，非上市公司
- 不同的竞争格局：起步，规模化，垄断
- 不同行业：高科技，服务业，资源产业，制造业…
- 不同的投资项目：R&D，工厂产能扩张，兼并收购
- 不同投资方式：项目投资，股权投资



投资决策基本原则

■ 投资决策原则

- 投资是一个广义的概念
- 投资回报率必须高于基准收益率 (Hurdle Rate)
- 基准收益率为投资者期望得到的收益率
- 预期收益率，或资本成本，它取决于
 - 投资的风险
 - 公司的资本结构
- 收益由投资产生的现金流衡量：增量



案例：五谷道场

- 2005年，卫生部下发文件质疑方便面等油炸食品中含有致癌物质，中旺食品立刻抓住时机，推出一款“五谷道场”方便面，策划了“拒绝油炸，留住健康”的广告，并选择在央视播出。
- “五谷道场”推出的第一个月就有了600万元的销售业绩。巅峰时期的年销售额一度达到约20亿元，迅速跻身国内方便面巨头行列
- 2006年上半年，传统方便面行业惨遭滑铁卢，与上一年同期相比，销量下滑了81亿包！在国内方便面生产线资源严重过剩的情况下，中旺食品却在全国扩建了38条生产线，投资近18亿元。广告宣传费多达1.7亿。每条非油炸方便面生产线2000多万元的投入，远超油炸方便面生产线的几百万元；生产非油炸方便面的面粉也比油炸方便面每吨贵1000元。
- 2007年上半年，统一集团曾有意与五谷道场合作，但中旺集团偏执地认为：“决不允许方便面行业内资本参与到对五谷道场股份的竞购中！”



案例：五谷道场

- 2008年，五谷道场负债总额高达6亿元
- 同时，中旺食品对“五谷道场”的主力渠道建设工作不甚完善，据传，经销商如果做“五谷道场”，就不能做康师傅、今麦郎和统一。
- 一方面，产能高速扩张，另一方面，仓库货物积压如山，经销商不愿继续铺货，中旺食品资金链断裂。2009年，以1.09亿被中粮收购
- 资金与资产的不匹配
- 中粮接手后，一边重金砸向五谷道场做广告和市场营销，一边请来康师傅的创始人之一宋国良做指导，着重突出口感上的创新，但市场还是没有买账，非油炸的卖点不再被市场广泛认同，五谷道场成为中粮的拖尾业务。



案例：五谷道场

- 2017年，挂面市场的巨头企业克明面业以1.06亿元（股权+债权）的价格从中粮手中买下五谷道场。
- 2018年底，五谷道场生产基地整体搬迁，从北京迁至河南新乡延津食品产业聚集区，以期通过属地原材料优势和供应链协同降低五谷道场运营成本。
- 2013年-2016年，遭遇外卖等冲击，国内方便面市场销量持续下滑。直到2018年，方便面市场才开始明显回暖。机构数据显示，全年销量同比增长3.2%。
- 2018年整合后，五谷道场亏损程度即大幅下降，全年营业收入2.18亿元，净利润-885.77万元。2019年年报显示，五谷道场已扭亏为赢，全年实现营业收入7.50亿元，净利润4695.91万元，盈利能力在克明面业众多子公司中表现极为抢眼。



案例：五谷道场

- 不断创新：推出麻辣小龙虾拌面、咸蛋超人拌面等众多新口味；开发出了自热和微波系列，其中自热面系列还拿下了2019-2020年度中国方便面食品行业最佳创新产品奖。
- 拓展渠道：椒麻鸡拌面和酸笋肥牛面被带货女王薇娅强烈推荐,成为直播间的爆款产品，曾1小时卖出68万袋的佳绩，两次问鼎薇娅直播间食品类销量冠军和淘宝全网粮油食品类目冠军
- 新潮口味、时尚个性的包装以及非油炸的健康概念,迅速吸引了年轻尝鲜一族。
- 2020年由于疫情的特殊环境，方便食品的市场规模迅速扩大。今年一季度，克明面业营业收入8.86亿元，同比增长12.83%；归母净利润1.04亿元，同比增长69.72%，已与上年前6个月持平。其中，五谷道场利润增速和利润贡献率均高于挂面,收入同比增长90%。

企业资产负债表模式 —— 资本结构

■ 资产总价值

流动资产

固定资产

1. 有形固定资产
2. 无形固定资产

■ 投资者拥有的总价值

流动负债

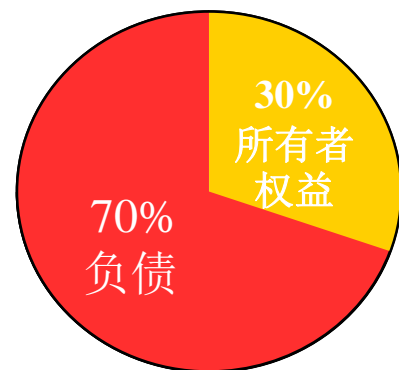
长期负债

所有者权益

如何筹集
投资所需
的资金？

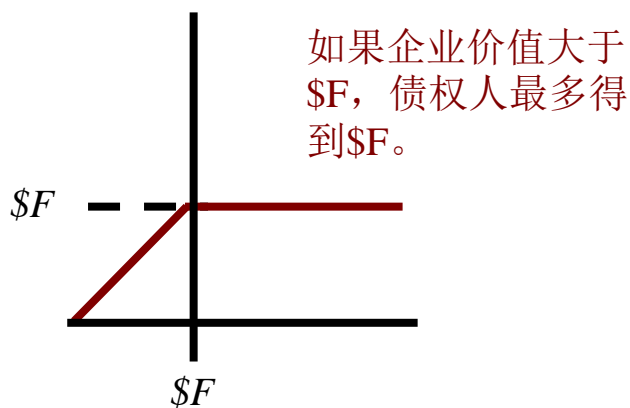
资本结构

- 公司价值可以看作一个圆饼
- 管理者的目标是增加圆饼的大小
- 资本结构可以看作分割圆饼的方式
- 分割圆饼的方式影响圆饼的大小，所以资本结构很重要



债务资本和权益资本的或有索取权

■ 债权人的支付



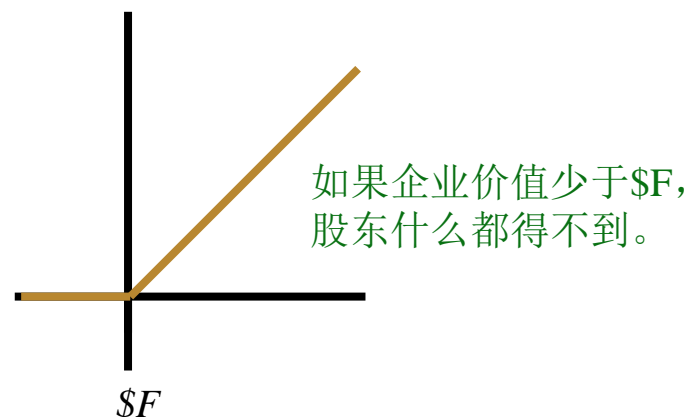
企业价值(X)

承诺支付给债权人 $\$F$

如果企业的价值少于 $\$F$ ，债权人获得公司的价值

债权人的索取权是： $\text{Min}[\$F, \$X]$

■ 股东的支付



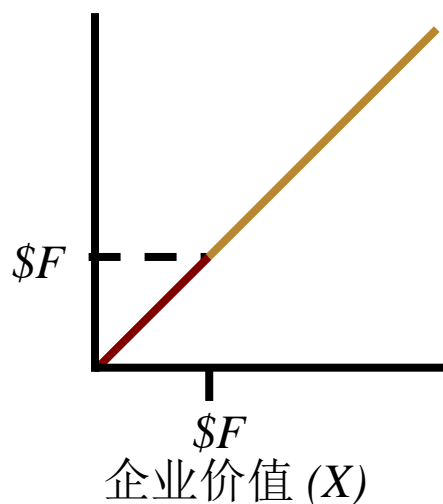
企业价值 (X)

如果企业的价值大于 $\$F$ ，股东获得超过 $\$F$ 的部分

股东的索取权： $\text{Max}[0, \$X - \$F]$

债务资本和权益资本的支付

■ 债权人和股东的支付



承诺支付给债权人 $\$F$

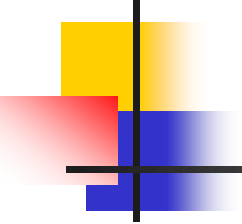
- 如果企业价值少于 $\$F$,
股东的索取权为: $\text{Max}[0, \$X - \$F] = \$0$,
债权人的索取权为: $\text{Min}[\$F, \$X] = \$X$.
两者之和 = $\$X$
- 如果企业价值大于 $\$F$,
股东的索取权为: $\text{Max}[0, \$X - \$F] = \$X - \F ,
债权人的索取权为: $\text{Min}[\$F, \$X] = \$F$.
两者之和 = $\$X$



融资决策

■ 融资决策规则

- 如何根据企业自身条件和金融系统环境，设计融资解决方案，实现企业投资计划和投资者收益要求？
- 在资本市场上，公司有不同的融资来源
 - 债务
 - 股权
- 最优资本结构
 - 使公司价值最大化——融资组合的选择
 - 与公司资产结构相匹配——融资类型的选择

- 
- 某国有集团下属子公司欲新建一条12亿元的生产线。按银行要求，公司必须自筹30%的项目自有资金，其余70%由融资银行贷款。但公司短期内拿出3.6亿元资金，困难较大。自有资金不到位影响70%部分的银行贷款审批。
 - 如何解决企业自有资金问题？



融资工具基本特性

- 分享固定收益，还是剩余收益？
- 期限是否固定？期限收益率？
- 收益支付在税前列支，还是税后？
- 收益分配的优先级(包括正常经营和陷入财务困境)？
- 权力分配：是否拥有表决权和企业经营与现金流分配控制权？(并非同股同权同利)
- 风险控制与交易结构：抵押/担保？或有权安排回购？ ...



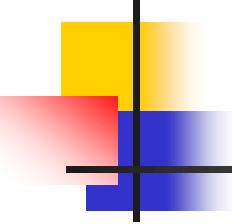
股权资本基本特征(投资者角度)

- 企业所有者和剩余收益分享者，承担经营风险，有表决权。
- 收益分配权限位居最后，不确定，且难以从法律上追索。
- 在所有权与经营权分离的条件下，面临最高程度的信息不对称和公司治理问题。



股权资本基本特征(公司经营角度)

- 红利支付不固定，且没有法律责任，软约束，具有完全财务弹性，财务拮据风险低。
- 红利税后支付，没有减税效应。
- 理论上，无形压力和资本成本高于债务。实际状况与公司治理问题有关。

- 
- 股权投资者的收益风险特征和期望：分享剩余现金流，期望价值最大化。
 - 股权融资的核心：以未来预期高成长空间和能力折现值融资。
 - 获得股权的关键：打造企业的高成长空间和持续成长能力；通过直接IPO或间接买壳上市，或私募方式获得股权融资。



债务融资工具

■ 基本特征

- 收益分配固定，容易从法律上追索，硬约束，缺乏财务弹性，财务拮据(财务危机)风险高，缺乏后续融资的灵活性。
- 利息税前支付，有减税效应。
- 关注信用评级和，无表决权，不稀释股东权益。
- 关注还款来源和资产抵押/担保：谁来还款？抵押担保？抵押什么？资产？那些资产？未来预期收益？
- 债务合同具有明确和法律效应的约束条件, 当公司不能按合约支付本息时，由债权人接管。

企业资产负债表模式——净营运资本

■ 资产总价值

流动资产

固定资产

1. 有形固定资产
2. 无形固定资产

■ 投资者拥有的总价值

流动负债

长期负债

所有者权益





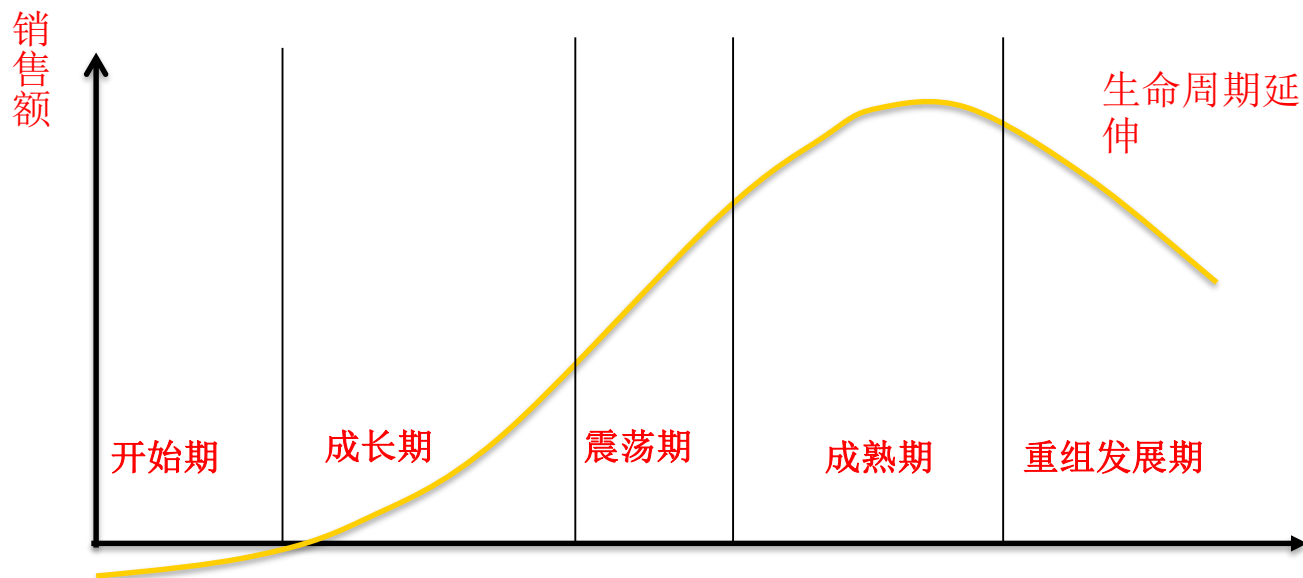
1.1 什么是公司金融

■ G: 动态观察公司金融: 现金流量表

项 目	财 务 管 理
经营现金流入	分配现金于经营资产; 内部筹资
经营现金流出	
经营现金流量净额	
投资现金流入	投资
投资现金流出	
投资现金流量净额	
筹资现金流入	外部筹资 (包括还款、付息、分利等回流)
筹资现金流出	
筹资现金流量净额	

1.1 什么是公司金融

- G: 动态观察公司金融：现金流量表
基于产品的生命周期（公司发展的各阶段）





1.1 什么是公司金融

- G: 动态观察公司金融: 现金流量表
生命周期中未知因素的变化

初创	成长	成熟	衰退
产品风险			
市场的接受性			
市场份额	市场份额		
成熟时的市场容量	成熟时的市场容量		
成熟期的持续时间	成熟期的持续时间	成熟期的持续时间	
维持市场份额	维持市场份额	维持市场份额	
最终衰退的速度	最终衰退的速度	最终衰退的速度	最终衰退的速度



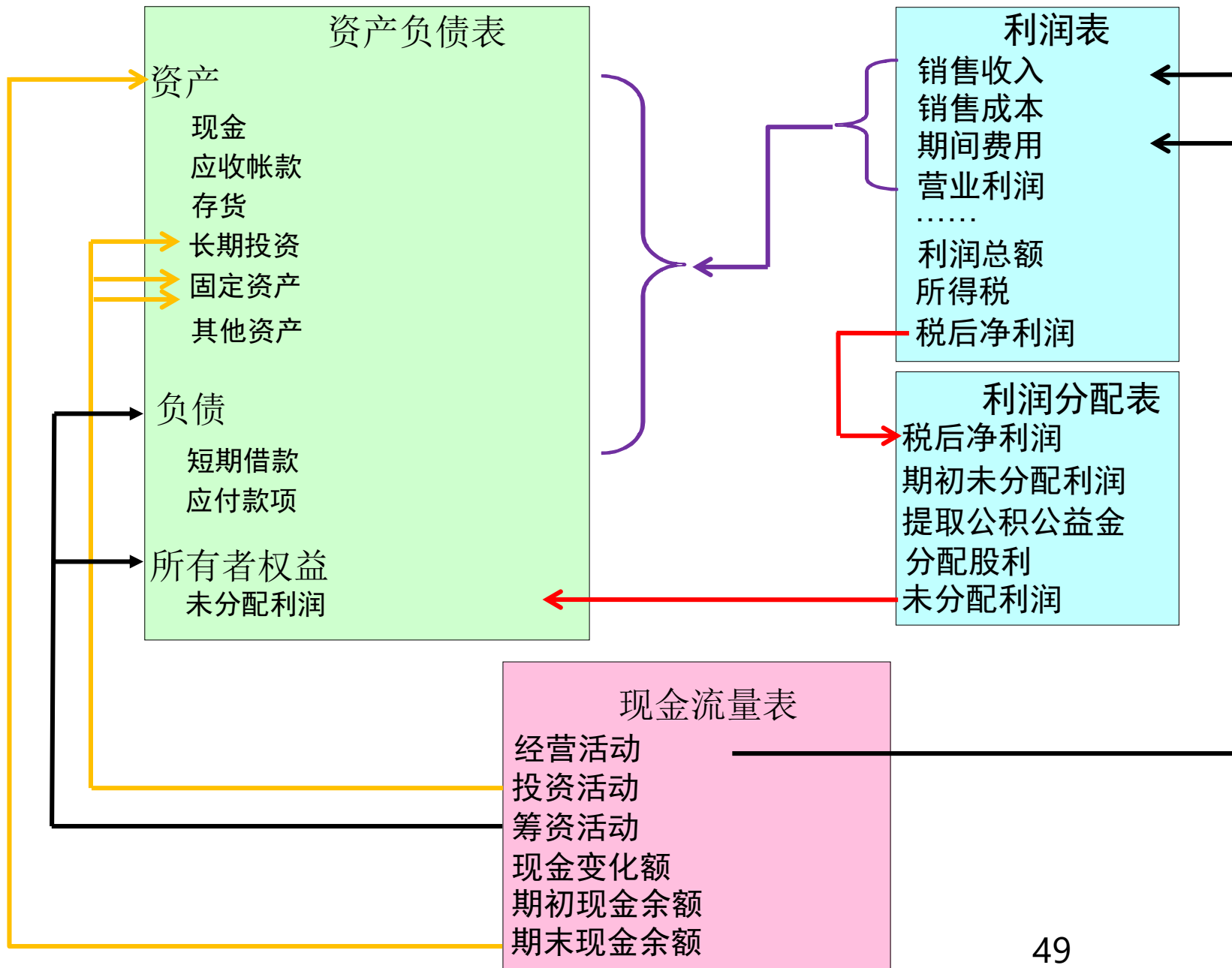
不同成长阶段的现金流量

<p>成长</p> <p>现金流入——销售 高</p> <p>现金流出——营销、固定与流动资产 高</p> <p>净现金流量 中性</p>	<p>初创</p> <p>现金流入——销售 低</p> <p>现金流出——R&D, 投放市场 高</p> <p>净现金流量 负值</p>
<p>成熟</p> <p>现金流入——销售 高</p> <p>现金流出 低</p> <p>净现金流量 正数</p>	<p>衰退</p> <p>现金流入——销售 低</p> <p>现金流出 低</p> <p>净现金流量 中性</p>



1.1 什么是公司金融

- 三张主要财务报表之间的勾稽关系



1.1 什么是公司金融

■ H: 公司金融的环境





第一章

1.2 公司制企业

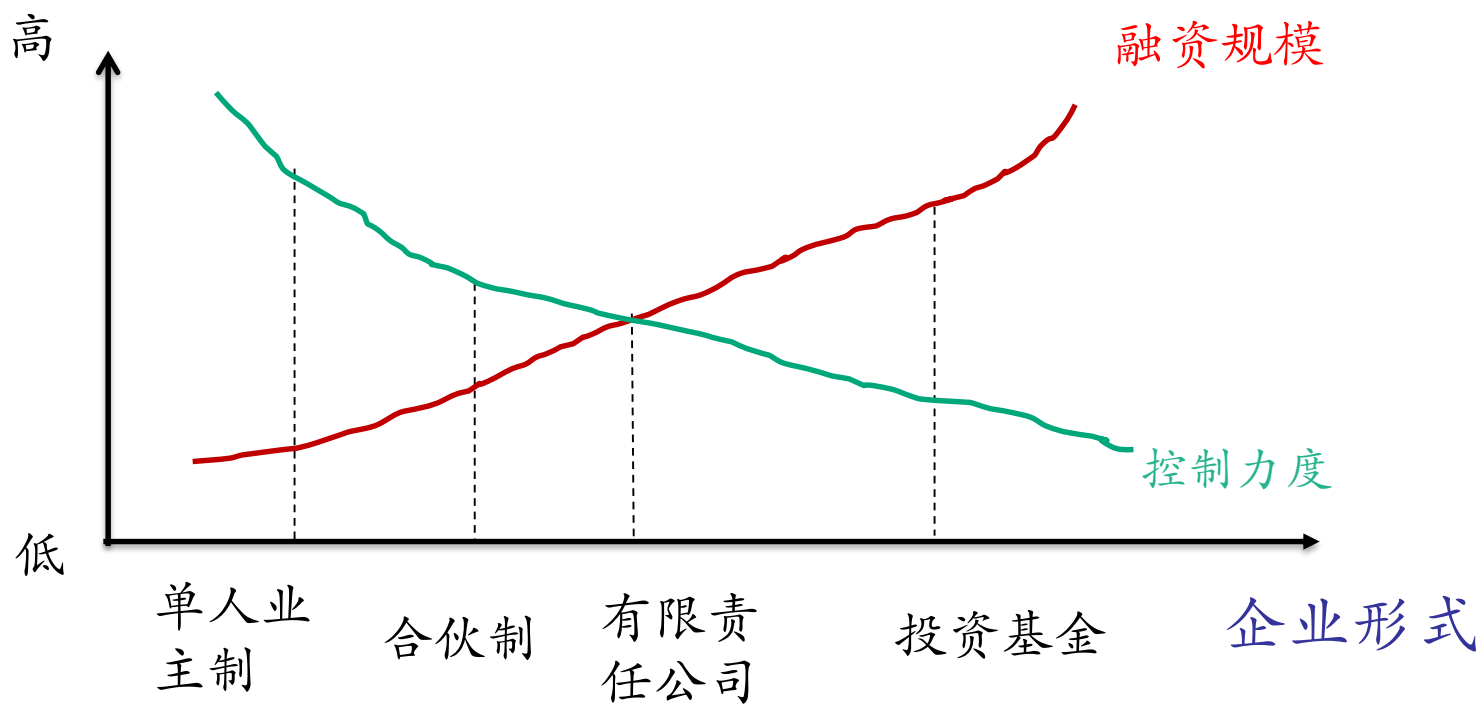


1.2 公司制企业

- 公司制企业是解决筹集大量资金的一种标准方法
- 但是，企业也可以采取其他组织形式

1.2 公司制企业

■ 金融与企业组织形式





1.2 公司制企业

■ 企业的组织形式

■ 个体业主制 (Sole Proprietorship)

- 特征：有限寿命，无限责任，个人纳税

■ 合伙制 (partnership)

- 普通合伙制 (general partnership, GP)
- 有限合伙 (limited partnership, LP)
- 有限责任合伙 (limited liability partnership, LLP)
- 有限责任有限合伙 (limited liability limited partnership, LLLP)



公司制和合伙制比较

	公司制	合伙制
流动性和可交易性	股份容易交易	产权交易受到很大限制
投票权	每股有一投票权	一般合伙人独享控制和管理经营，有限合伙人有一定投票权
税收	双重征税	合伙人根据从合伙制企业分配的收入交纳个人所得税
再投资和分红	公司有较大的自由度	所有的现金流量分配给合伙人
责任	有限责任	一般合伙人可能要承担无限责任，有限合伙人不承担合伙制企业的债券
存续	具有永续存续期	具有有限存续期



1.2 公司制企业

- 尽管企业有多种法律形式，但由于问题暴露程度、主流研究兴趣的主导作用和数据的可获得等因素，现有公司财务教材中的理论和分析工具主要建立在传统的大型上市公司基础上，即资本密集型、纵向组织形式、企业边界明确、股权分散的大型上市公司。



第一章

1.3 公司制企业的目标



1.3 公司制企业的可能目标

- 股东财富的最大化
- 利润最大化
- 管理者报酬
- 利益相关者
- 社会责任
-



1.3 公司制企业的可能目标

- 传统的答案是：公司制企业的管理者力图达到股东财富的最大化——股东拥有并控制公司。
- 对比：利润最大化目标——微观经济学
 - 利润产生的阶段，如削减开支增加利润，长期可能影响公司发展
 - 利润的不确定性——风险因素
 - 利润的时间价值——本年利润和以后利润的匹配
 - 成本问题：股东的资金成本？



1.3 公司制企业的可能目标

- 利润最大化目标的合理性
 - 生存与发展的必要条件
 - 考核企业效益的基本指标

- 利润最大化目标带来的问题
 - 定义的多重性
 - 定义的缺陷
 - 创造性会计（财务点金术）



1.3 公司制企业的可能目标

■ 利润最大化目标带来的问题一：定义的多重性

- 万科董事长王石认为，“企业不应该只是为了追求眼前的利润最大化而存在的，最不能忽视的是公司的存在价值。如果忽略了企业的可持续发展，即使在某段时间内的盈利非常高，但盈利最多的时候可能就开始走下坡路的时候。”
- 相对与绝对：
 - 绝对利润——投资过度
 - 相对利润——投资不足
- 税前与税后
- 会计利润与经济利润
- 短期利润与长期利润



1.3 公司制企业的可能目标

- 利润最大化目标带来的问题二：定义的缺陷
 - 忽略时间价值：今天的¥1不等与一年后¥1
 - 忽视了风险因素：高利润高风险与低利润低风险可能效用相同。



1.3 公司制企业的可能目标

■ 利润最大化目标带来的问题三：创造性会计

- 因为稳定的增长是公司追求的目标，所以利用“熨斗”来“熨平”利润是管理者的天职
- 财务点金术：迅速实现帐面利润，但不增加价值
- 财务包装的方法与技巧
 - 提前确认营业收入
 - 推迟确认成本费用
 - 改变会计处理方法
 - 潜亏挂帐
 - 滥用利息资本化
 - 帐证不符，帐实不符
 - 提前确认损失，以提高以后年度的业绩



案例

2011年度，全行实现税前利润7.30亿元，比上年增加2.34亿元，增幅47.18%。

(1) 利息净收入12.11亿元，比上年增加4.80亿元，增幅65.66%。

(2) 手续费及佣金净收入0.52亿元，比上年增加0.22亿元，增幅73.33%。

(3) 投资收益0.79亿元，比上年增加0.56亿元，增幅243.48%。

(4) 营业税金及附加1.04亿元，比上年增加0.52亿元，增幅100%。

(5) 营业费用2.65亿元，比上年增加0.78亿元，增幅41.71%。

(6) 计提贷款损失准备2.46亿元，比上年增加1.96亿元，增幅392%。

2012年度，预计实现税前利润9亿元，同比增长23.29%。

(1) 利息净收入实现12.64亿元，同比增加4.38%；

(2) 手续费及佣金净收入0.67亿元，同比增加28.85%；

(3) 投资收益0.80亿元，同比增加1.27%；

(4) 营业税及附加1.10亿元，同比增长5.77%；

(5) 营业费用3.41亿元，同比增长28.68%；

(6) 计提贷款损失准备0.60亿元，同比减少75.61%；

不良贷款余额为1,645.00元



1.3 公司制企业的可能目标

- 管理者的目标（可能与股东的目标不同）
 - 高额津贴
 - 生存
 - 独立性

- 增加公司的成长性及规模与提高股东财富并非必然保持一致



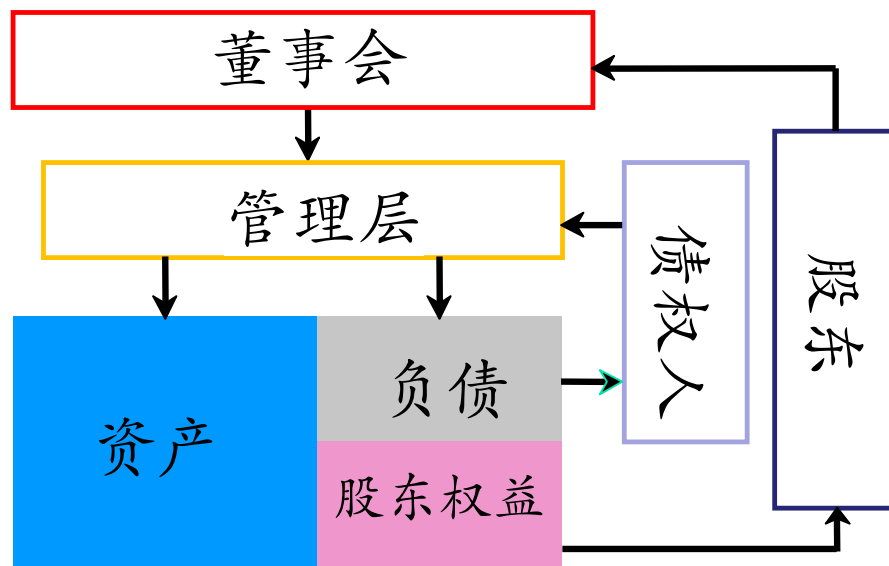
1.3 公司制企业的可能目标

■ 代理成本和契约理论的观点

- 企业可以视为许多契约的集合
- 契约有一个是股东和管理者之间的契约
- 公司管理者采取的行动一般都以股东利益为重
 - 股东设计一种能够把实现股东目标和激励管理者绑在一起的契约
 - 股东监督管理者的行为
- 这种激励机制和监督机制都是成本很高的

1.3 公司制企业的可能目标

- 所有权和控制权分离





1.3 公司制企业的可能目标

■ 股东应控制管理者行为吗？

- 股东通过投票决定董事会成员，相应的，董事会成员选择管理者
- 通过与管理者签订收入报酬计划，如股票期权计划，激励管理者追求股东的目标
- 经理市场的竞争也可以促使管理者在经营中以股东利益为重，否则他们将被其他人取代
- 如果管理者不能使股票的价格最大化，公司可能就会被收购，管理者也被解雇



公司治理？

- 随着企业的发展，现代公司或早或迟都要出现两个维度的变化：1) 股权多元化；2) 组织层级增多，进而授权或分权。
- 与股权多元化相关，“剥夺问题”会出现，即控制性股东侵犯非控制性股东的利益
- 与管理上的分权相关，进而出现“代理问题”，即经理人员会因与投资者利益不一致和不对称信息而不尽职尽责，甚至有意损害投资者利益



代理问题

- 经理得到授权，但与投资者利益不一致
- 代理问题的种类
 - 贪污腐败，回扣
 - 在职消费
 - 短期行为
 - 不作为（建议、批准、执行和监督）



现金流权和控制权的分离

- 百度在纳斯达克上市前，将股票分为A、B两类，在美国股市新发行股票为A类股，而所有原始股为B类股。向外部投资人公开发行的A类股，每股只有1票的投票权；上市前原始股为B类股，每股有10票的投票权。这两类股票享有同等的派息和出售所得分配权。B类股可以按照1:1的比例转换成A类股，而A股却不能转换为B类股。一旦外部非关联方收购百度的原始股，该股份将立即从B类股转为A类股。如此一来，百度创始股东仅需握有小比例但高投票权的股票，便可有效控制上市后的企业。通过这样的股权设置，百度既获得了需要的资金，又使创办人的控制权得到了保障。同时，即便其他方收购了绝大部分原始股，也无法在董事会拥有足够的表决权。
- 双重结构通常出现在高科技公司、互联网公司
- 阿里、携程、小肥羊、蒙牛



百度的双重股权设置

	A 类股	B 类股
分配方法	IPO 时公开发行	IPO前的原始股
利润分享	同等	
投票权	每股一票	每股十票
转换权	不能转换为 B 股	可以自由转换为 A 股

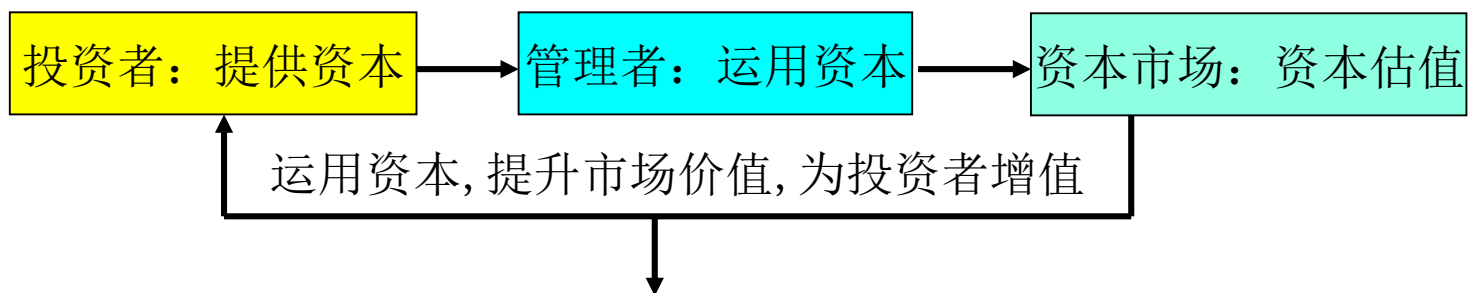


第一章

1.4 公司金融基本原理

1.4 公司金融基本原理

■ 公司金融基本原理：价值环

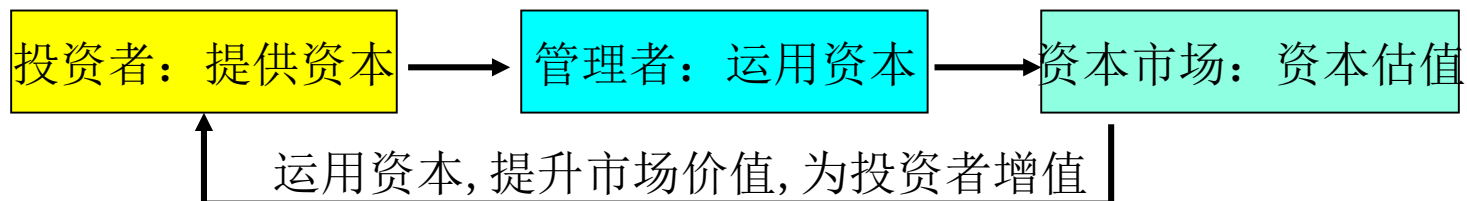


管理者的任务就是使资本的市场价值高于其原始价值，
增加部分称市场附加价值（MVA）

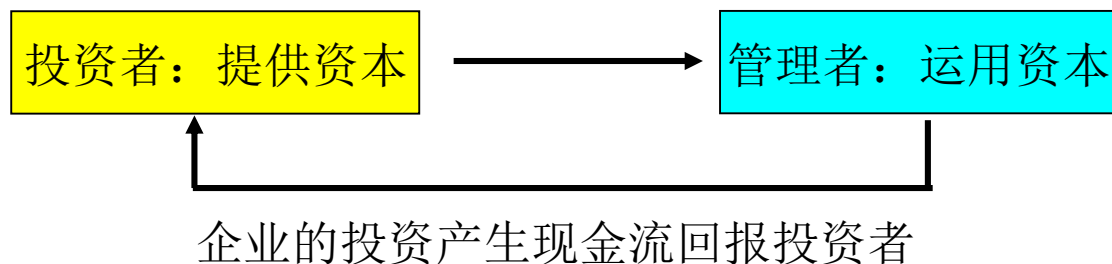
$$\text{MVA} = \text{资本的市场价值（股权+债权）} - \text{使用的资本价值}$$

1.4 公司金融基本原理

■ 创造价值的管理：重访价值环



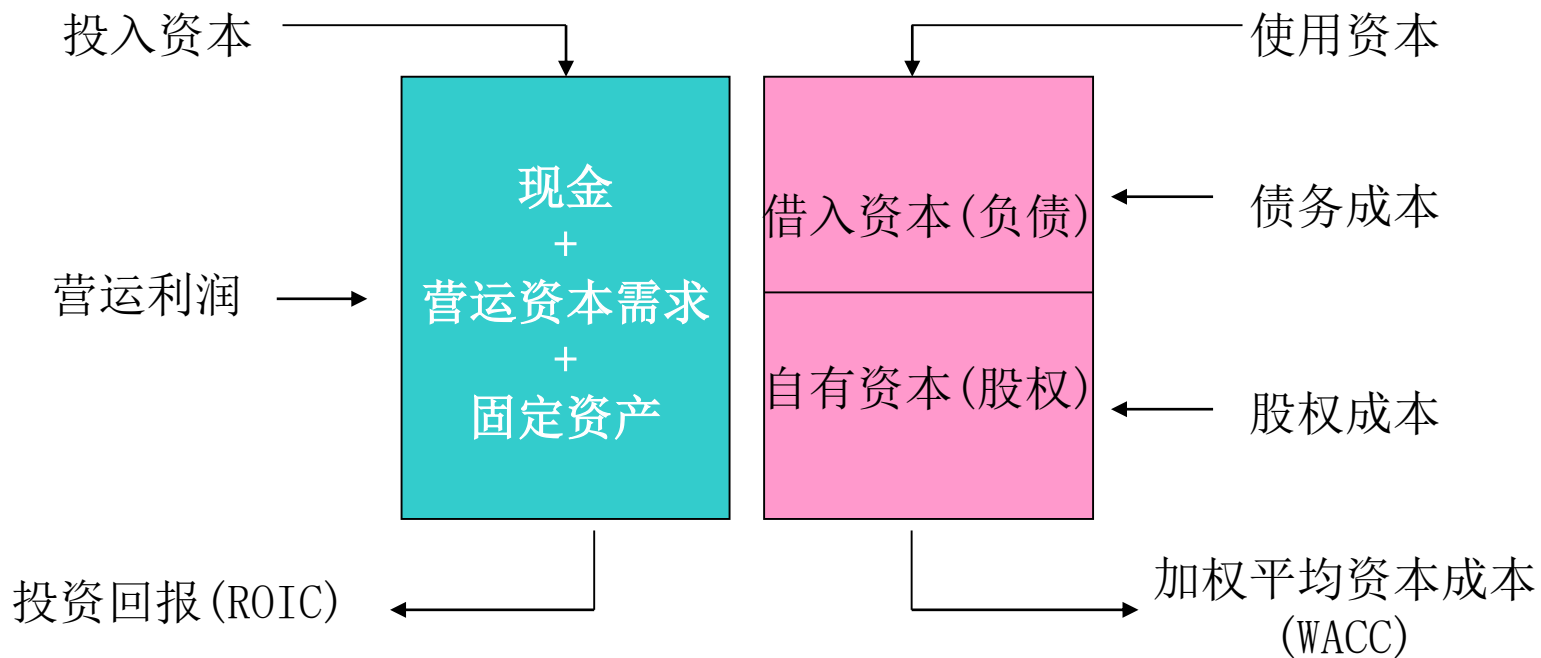
创造价值的管理意味着企业的决策必须使其市场价值高于融资获得的资本价值



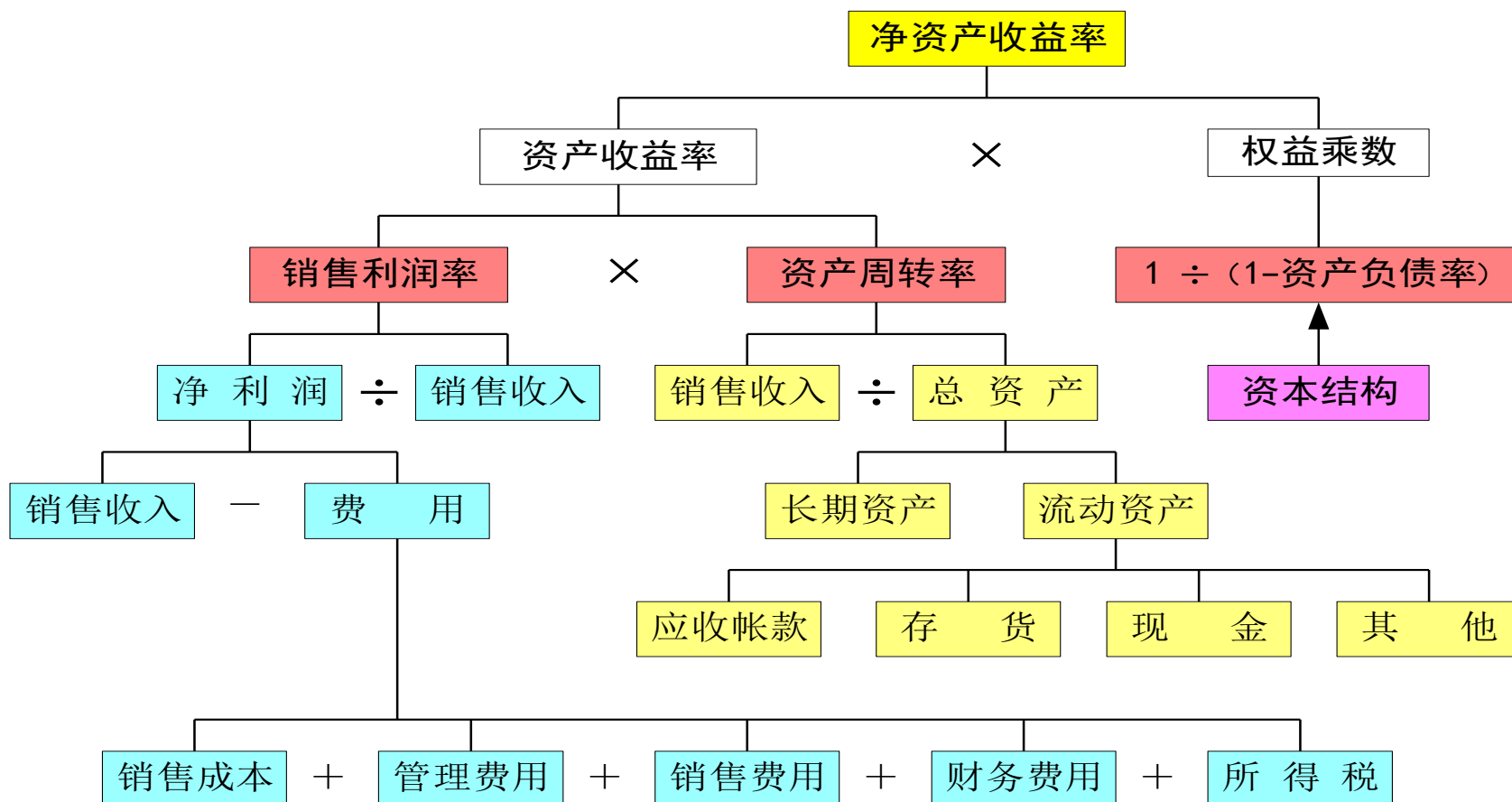
创造价值的管理意味着企业的决策必须使其投资的回报率高于其融资成本

1.4 公司金融基本原理

■ 当运营决策遭遇财务决策



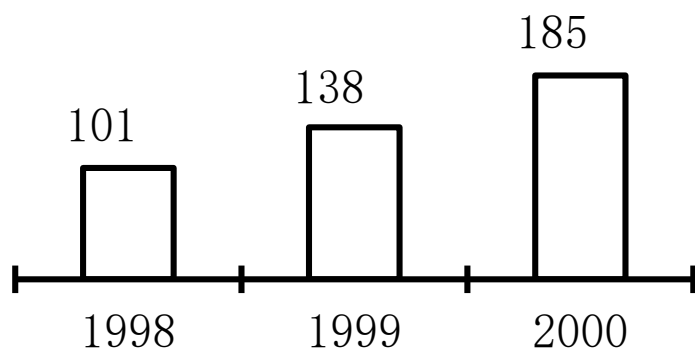
财务业绩杠杆——净资产收益 (ROE)



某公司似乎在创造价值

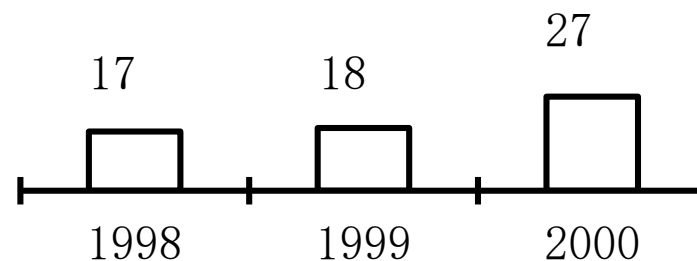
- 销售收入
(人民币亿元)

年递增率
=35%

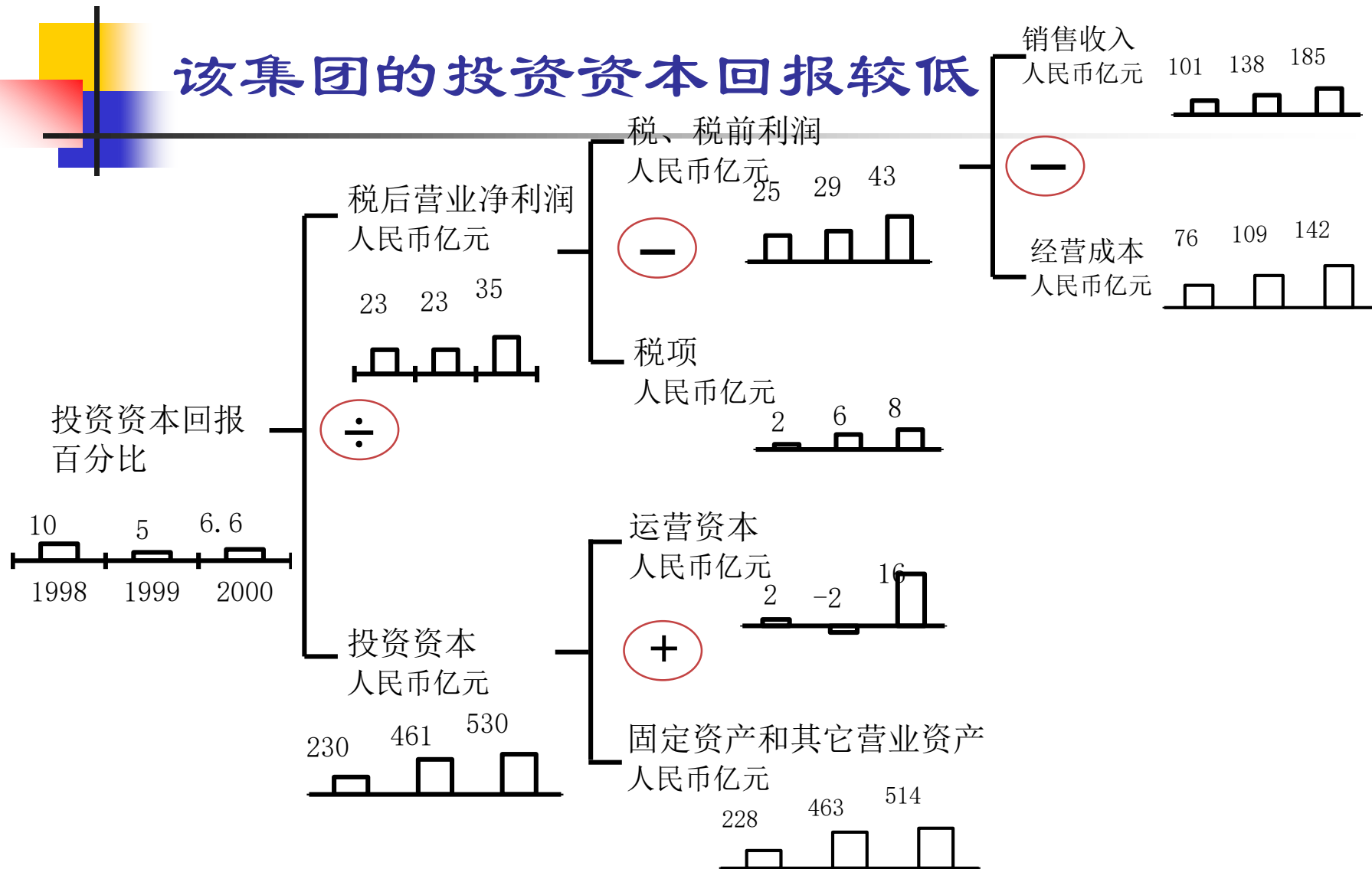


- 净利润
(人民币亿元)

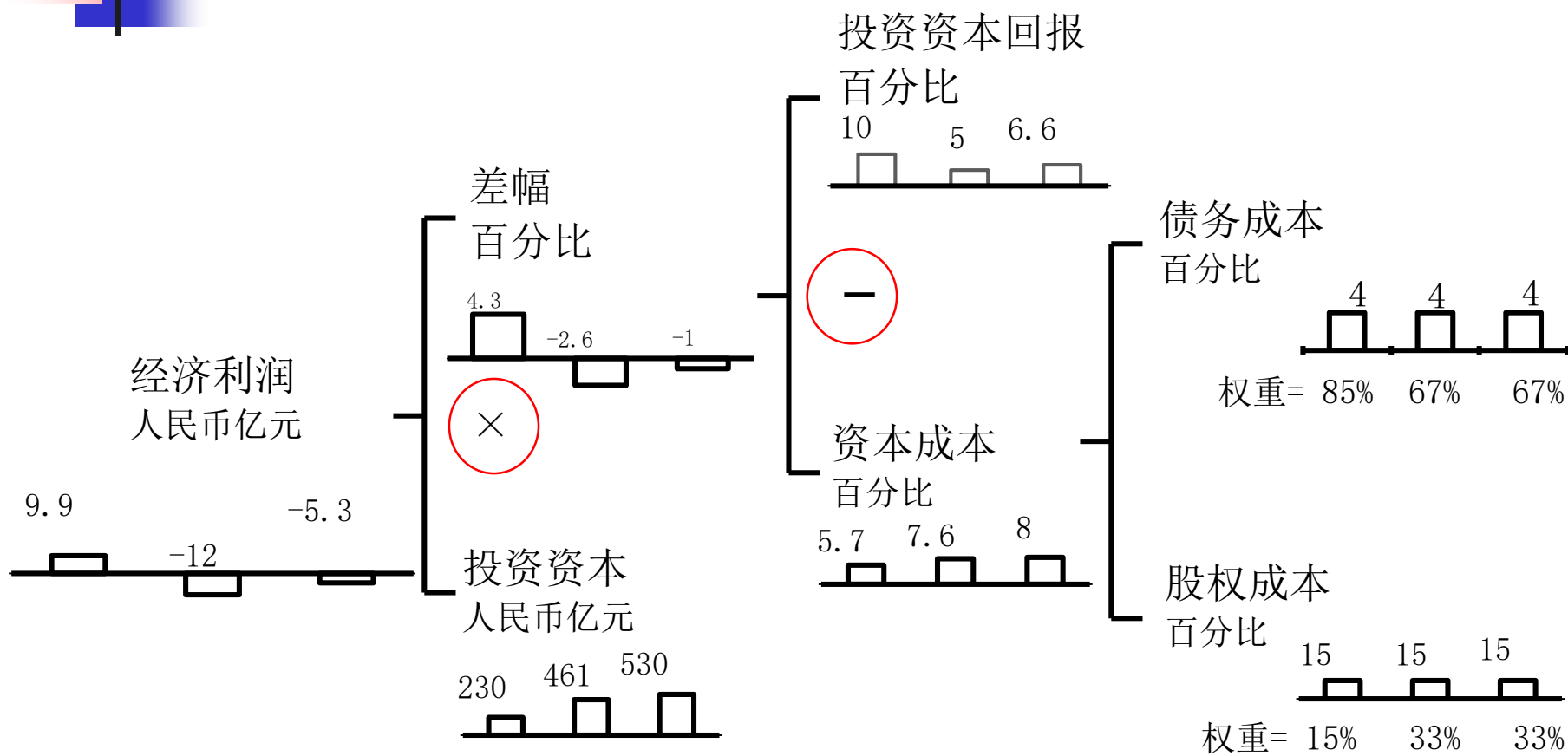
年递增率
=26%



该集团的投资资本回报较低



该集团实际上在破坏价值





第一章

1.5 中国金融环境与企业发展

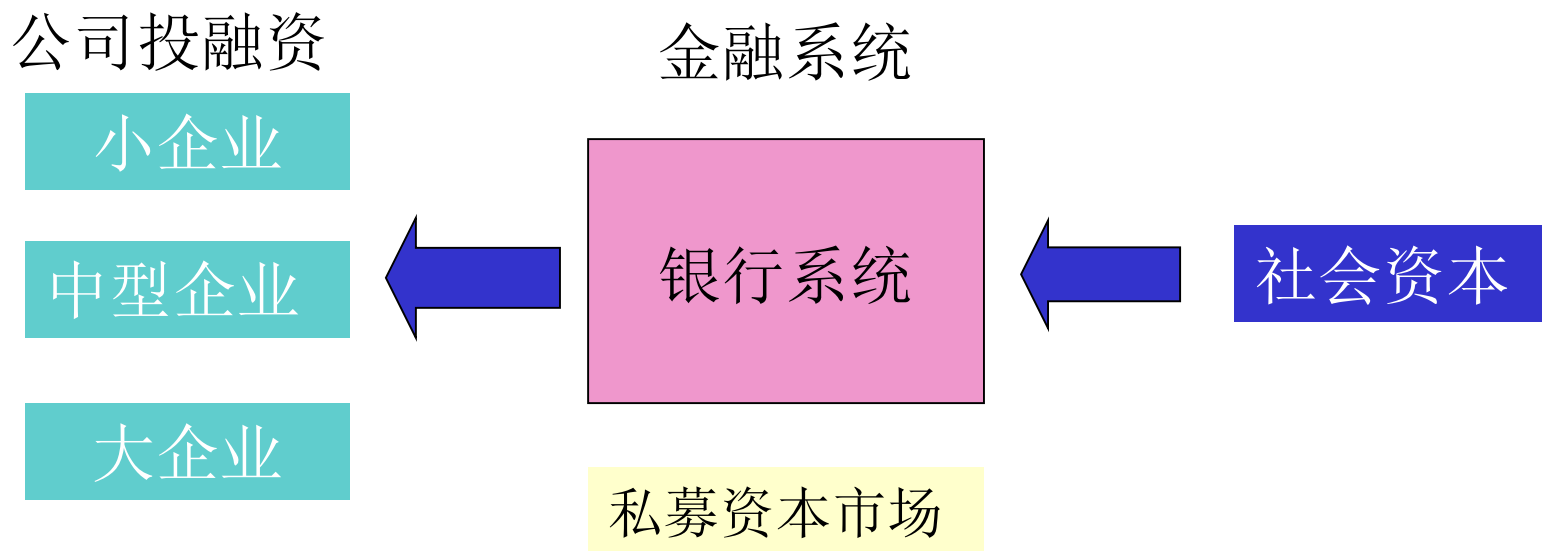


1.5 金融环境与企业发展

- 新金融时代有何特征?
- 对企业发展有何影响?
- 企业如何利用新金融时代，增强竞争地位，实现持续快速健康发展和价值递增?

一、新金融时代的特征

- 新金融时代
 - 金融系统演变——银行主导时期



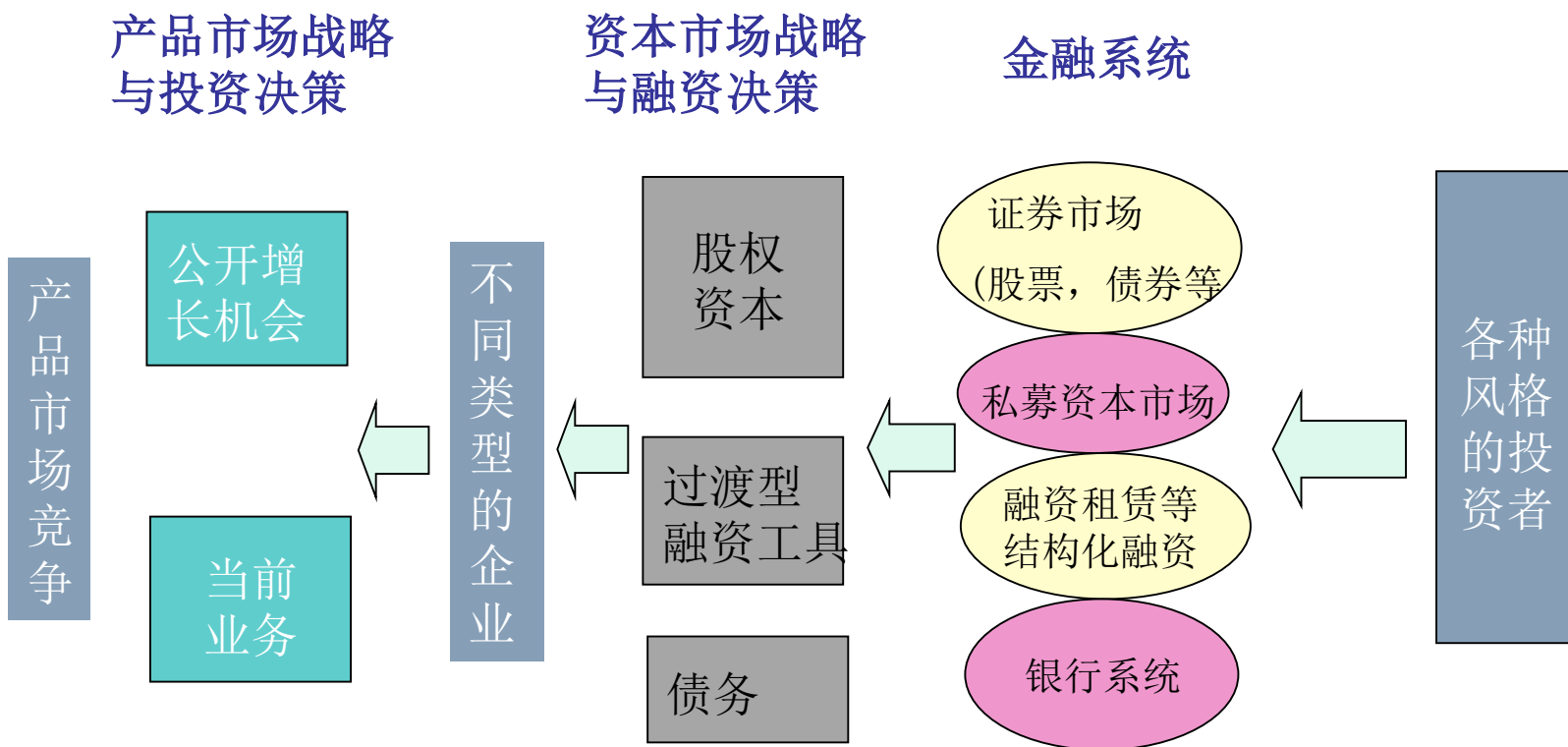


一、新金融时代的特征

- 中国金融系统进入新金融时代：
 - 股权分置改革完成，股票市场进入全流通时代。
 - 推出创业板、科创板、北交所（？版）。股票市场形成三板、科创板、创业板、（中小企业板，主板）的多层次结构。
 - 注册制改革完成。
 - 多层次股票市场促进私募股权市场的繁荣，投入企业发展的更早阶段
 - 货币市场和公司债券市场加快发展
 - 融资租赁等结构化融资，资产证券化
 - 金融服务业的全面开放
 - 互联网金融发展…

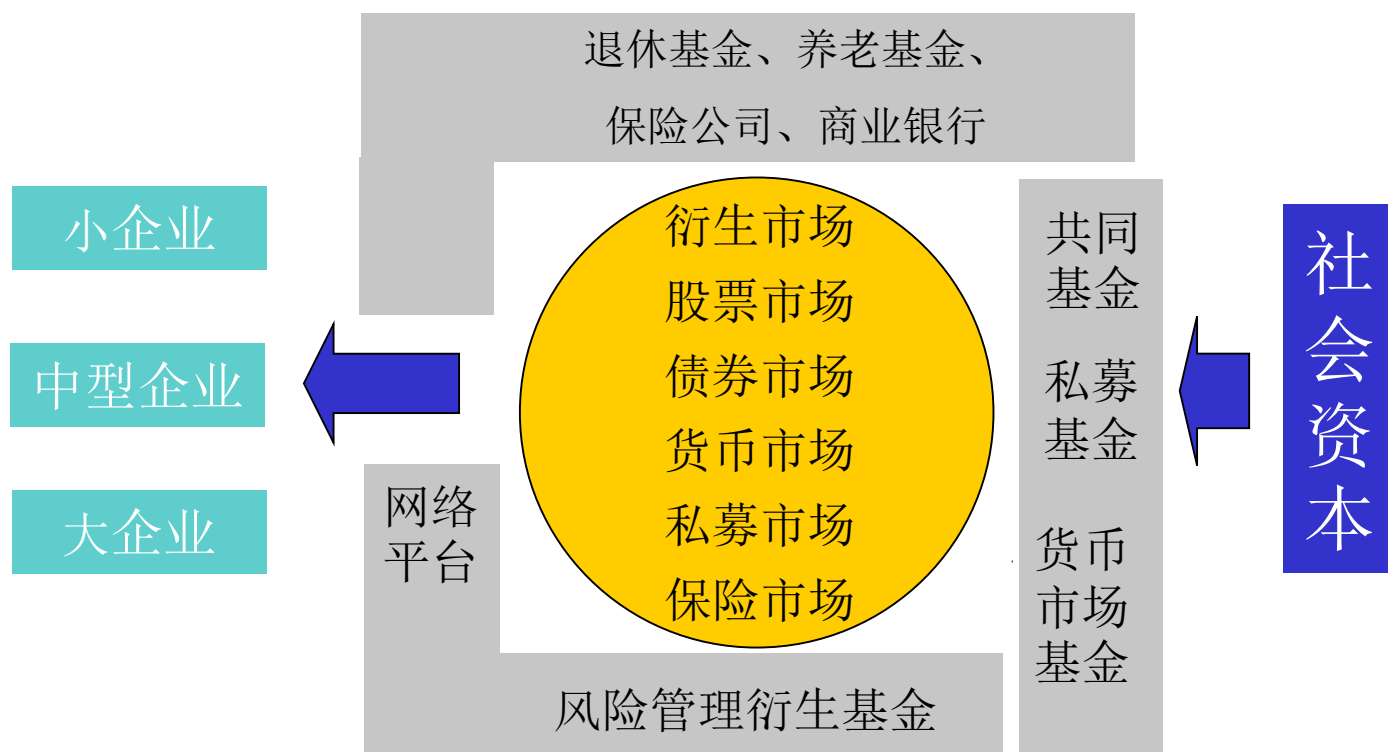
一、新金融时代

■ 金融系统演变：证券市场兴起和发展

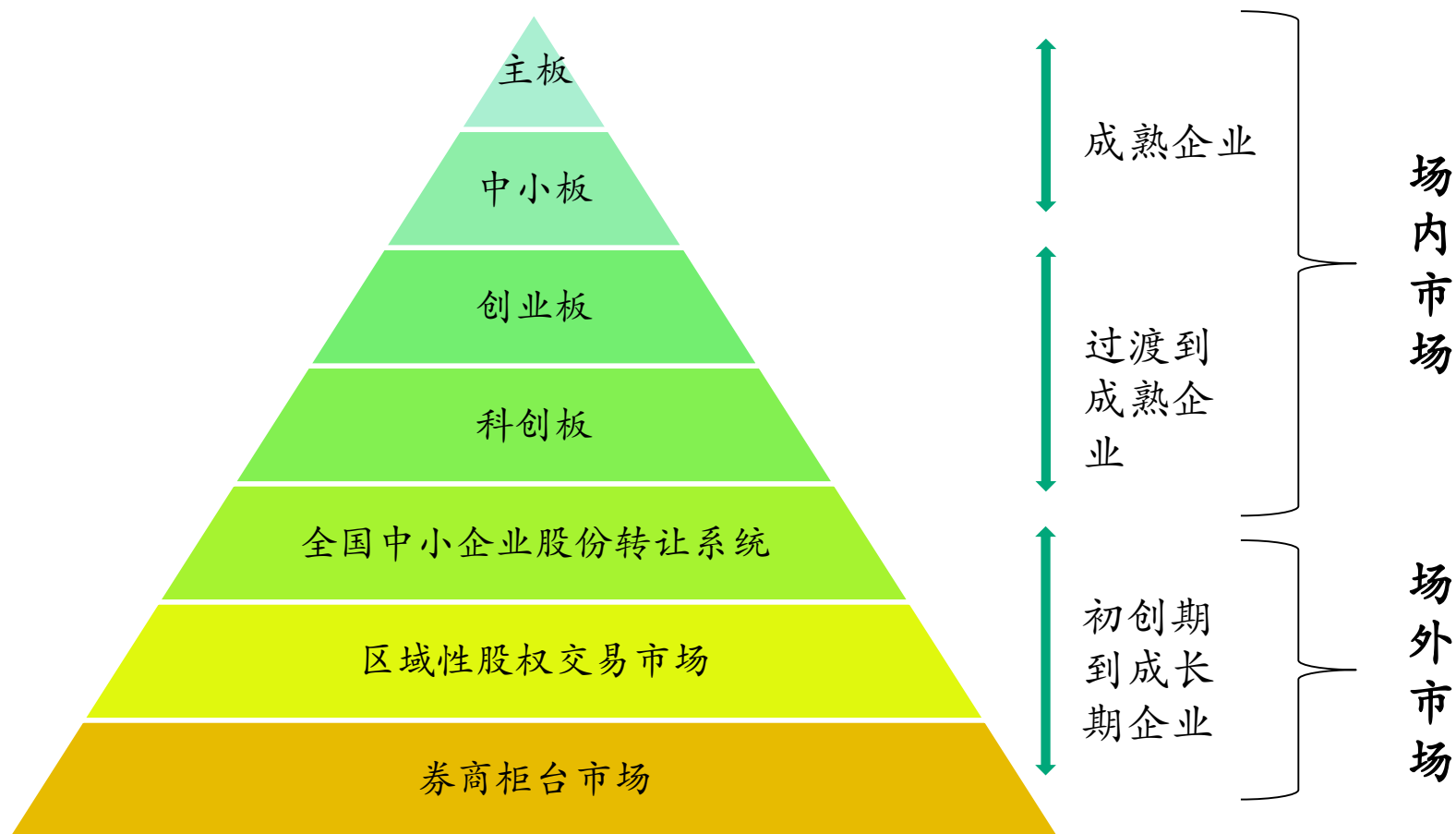


一、新金融时代

■ 金融系统演变：证券市场中心



多层次资本市场结构



2014胡润富豪榜（内地篇）

排名	财富(¥)	姓名	关联企业	主营行业	总部	年龄
1	1500亿	马云家族	阿里巴巴	电子商务	杭州	50
2	1450亿	王健林家族	万达	房地产、文化	北京	60
3	1250	李河君	汉能	太阳能、风电、水电	北京	47
3	1250	宗庆后家族	娃哈哈	饮料	杭州	69
5	1085	马化腾	腾讯	IT、娱乐	深圳	43
6	1050	李彦宏、马东敏夫妇	百度	搜索引擎	北京	46、44
7	850	严介和、严昊父子	苏太华系	基础建设	南京	54、28
8	600	严彬	华彬	饮料、地产、投资	北京	60
9	530	刘强东	京东	电子商务	北京	40
10	450	雷军	小米科技	手机制造、投资	北京	45
11	440	杨惠妍	碧桂园	房地产	佛山	33
11	440	张近东	苏宁云商	家电零售、房地产	南京	51
11	440	张士平家族	魏桥创业	纺织、铝业	滨州	68
14	430	王文银	正威	有色金属、半导体	广东深圳	46
15	420	许家印	恒大	房地产、投资	广州	56

2018胡润富豪榜（内地篇）

排名	财富(¥)	姓名	关联企业	主营行业	总部	年龄
1	2700 亿	马云家族	阿里系	电子商务、金融科技	杭州	55
2	2500 亿	许家印	恒大	房地产、投资	广州	61
3	2400 亿	马化腾	腾讯	互联网服务	深圳	48
4	1500 亿	杨惠妍	碧桂园	房地产	佛山	38
5	1400 亿	王健林家族	万达	房地产、文化	北京	65
6	1300 亿	何享健、何剑锋父子	美的	家电制造	佛山	77、52
7	1200 亿	王卫	顺丰	快递	南京	49
7	1200 亿	严昊家族	太平洋建设	基础建设	南京	33
9	1150 亿	李彦宏、马东敏夫妇	百度	搜索引擎	北京	51、49
10	1100 亿	雷军	小米	智能硬件、投资	北京	50
10	1100 亿	王文银家族	正威	有色金属	深圳	51
12	1000 亿	姚振华	宝能	投资、房地产	深圳	49
13	950 亿	黄峥	拼多多	购物网站	上海	39
13	950 亿	张近东	苏宁	零售、房地产	南京	56
13	950 亿	张志东	腾讯	互联网服务	深圳	47

2019胡润富豪榜（内地篇）

排名	财富(¥)	姓名	关联企业	主营行业	总部	年龄
1	2600 亿	马云家族	阿里系	电子商务、金融科技	杭州	56
2	2550 亿	马化腾	腾讯	互联网服务	深圳	49
3	2500 亿	许家印	恒大	房地产、投资	广州	62
4	1600 亿	杨惠妍	碧桂园	房地产	佛山	39
5	1300 亿	何享健、何剑锋父子	美的	家电制造	佛山	78、53
6	1200 亿	严昊家族	苏太华系	基础建设	南京	34
7	1150 亿	王健林家族	万达	房地产、文化	北京	66
8	1100 亿	王文银家族	正威	有色金属	深圳	52
8	1000 亿	丁磊	网易	互联网技术	杭州	47
8	1000 亿	黄峥	拼多多	购物网站	上海	40
11	950 亿	姚振华	宝能	投资、房地产	深圳	50
11	950 亿	张近东	苏宁	零售、房地产	南京	57
11	950 亿	张一鸣	字节跳动	推荐引擎	北京	48
14	900 亿	李彦宏、马东敏夫妇	百度	推荐引擎	深圳	50



变化

- 2014年

- 前十名中连续两年有5位新上榜企业家
- IT行业上升最快，前十名中有5位涉足IT行业，其次是房地产和制造业
- 企业家偏好居住的城市依次为北京、深圳、上海

- 2019年

- 前十名中企业家相对固定
- 富豪人数最多的行业是房地产，其次是制造业和科技行业
- 深圳、上海现在和北京、香港一样，拥有的十亿美金富豪比伦敦还多

全球市值最高公司的变化（1999-2019） 单位：亿美元

1999		2004		2009		2014		2019	
微软	5,830	通用电气	3,190	中国石油	3,670	苹果	5,600	微软	10,500
通用电气	5,040	埃克森美孚	2,830	埃克森美孚	3,410	埃克森美孚	4,320	亚马逊	9,430
思科	3,530	微软	2,820	中国工商银行	2,570	Alphabet	3,580	苹果	9,200
埃克森美孚	2,830	辉瑞	2,700	微软	2,120	微软	3,440	Alphabet	7,780
沃尔玛	2,830	花旗集团	2,400	中国移动	2,010	伯克希尔·哈撒韦	3,120	Facebook	5,460
英特尔	2,710	沃尔玛	2,400	沃尔玛	1,890	强生	2,770	伯克希尔·哈撒韦	5,070
日本电报电话公司	2,620	BP石油	1,970	中国建设银行	1,820	壳牌	2,690	阿里巴巴	4,350
朗讯	2,520	美国国际集团	1,890	巴西国家石油	1,650	通用电气	2,630	腾讯	4,310
诺基亚	1,970	英特尔	1,840	强生	1,570	富国银行	2,610	VISA	3,790
BP石油	1,960	美国银行	1,680	壳牌	1,560	罗氏	2,560	强生	3,760

制表：资本实验室 注：2019年市值以7月21日计



在过去20年中，那些市值最大的公司由金融资本、石油资本逐渐让位于互联网、工具软件、智能手机、电子商务、社交媒体、云计算行业的新贵；未来20年？



全球最赚钱的前10大公司 (million\$)

■ 沙特阿美公司	110,974.5	沙特阿拉伯
■ 苹果公司	59,531	美国
■ 中国工商银行	45,002.3	中国
■ 三星电子	39,895.2	韩国
■ 中国建设银行	38,498.4	中国
■ 摩根大通公司	32,474	美国
■ Alphabet公司	30,736	美国
■ 中国农业银行	30,656.5	中国
■ 美国银行	28,147	美国
■ 中国银行	27,225.2	中国

在利润方面，中国银行业公司所赚取的利润占全部中国公司利润的47.5%



一、新金融时代的特征

- 价值类型：

- 帐面价值

- 重置价值

- 投资价值

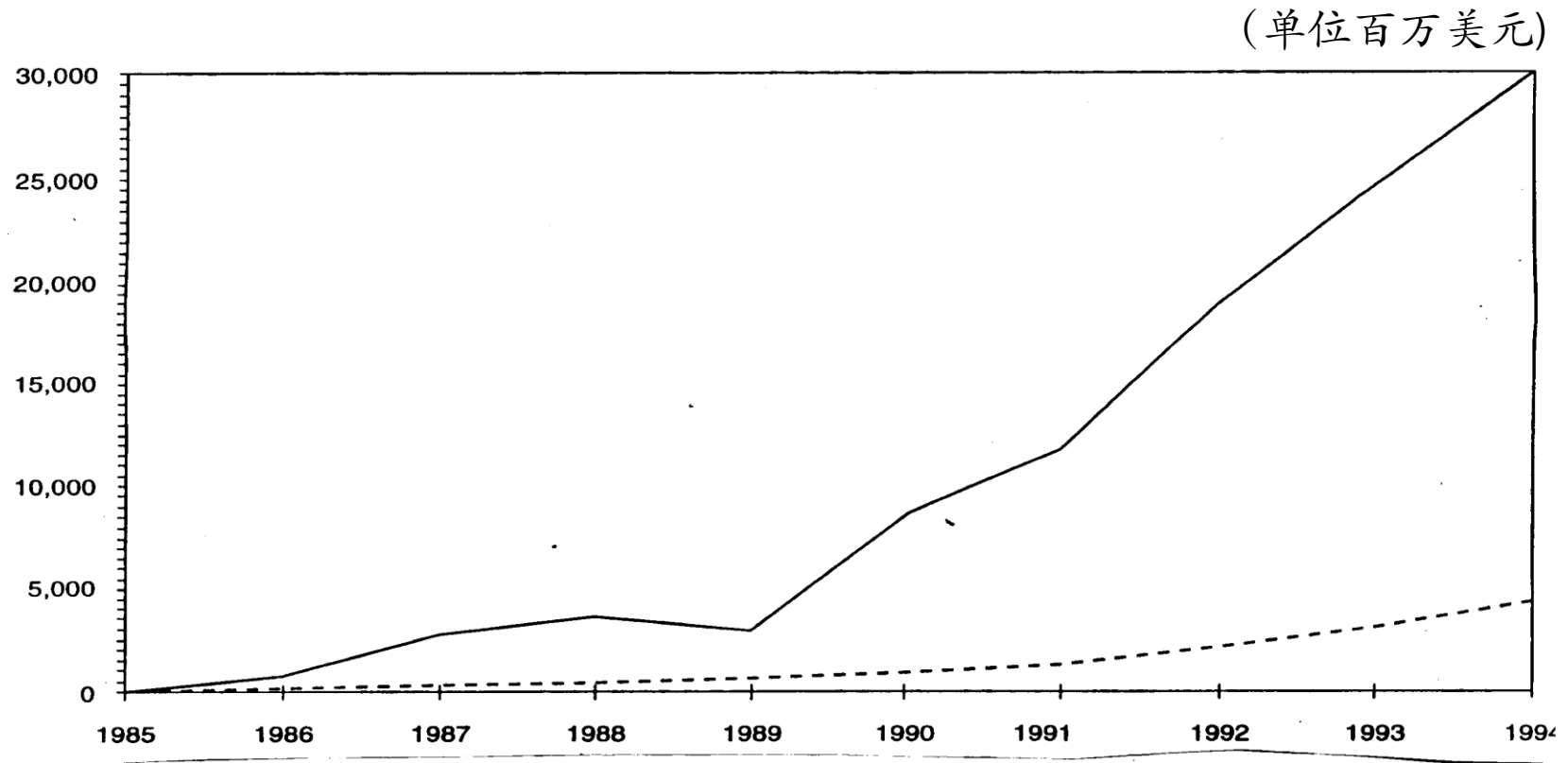
- 股票市值

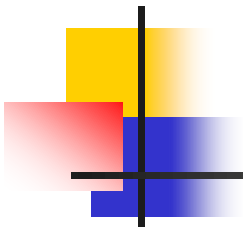


一、新金融时代的特征

	企业A	企业B
工厂面积	300亩	3000平方米
人员	3000人	300人
净资产	20000万元	2000万元
销售收入	7亿元	7亿元
净利润	3000万元	3000万元
企业股权价值	9亿元 (净利润30倍)	15亿元 (净利润50倍)
股权价值/净资产	4.5(倍)	50(倍)

微软1985年上市后的股票市值(实线) 和净资产帐面值(虚线)





■ 微软1985年上市——1994年经营业绩主要财务指标增长率

年份	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
销售收入增长率(%)	44	41	75	71	36	47	56	50	36	24
税后利润增长率(%)	52	63	83	73	38	64	66	53	35	20
每股收益增长率(%)	51	50	67	71	37	54	58	46	25	19

- 微软1985年上市时，销售额不足\$2亿，市值\$5.19亿；1996年，销售额\$87亿，市值\$1000亿；1999年，销售额\$148亿，市值\$4340亿。市值增长幅度远远超过销售额。
- 微软股票市场价值为全美和全球第一。微软资产帐面值为通用汽车公司9%，销售额为其8%，股票市值为通用汽车9倍。

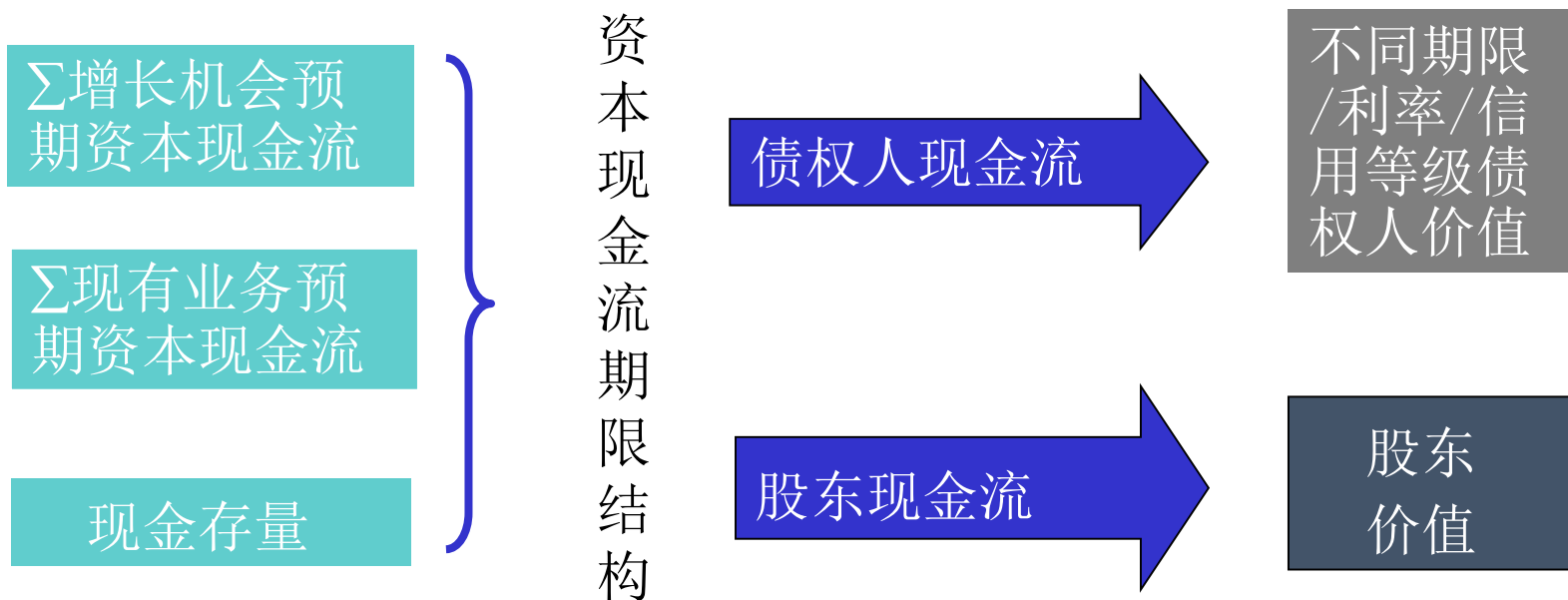


一、新金融时代的特征

- 特征一：新金融时代形成了企业价值评价新标准：基于未来预期资本现金流贴现值
 - $\text{资本现金流} = \text{净利润} + \text{折旧} - \text{投资支出}(\text{固定资产和运营资本})$
 - 从投资角度看，企业的投资价值是指企业未来预期可以产生的资本现金流的贴现值。取决于资本现金流的成长性、持续时间，以及风险。

一、新金融时代的特征

- 特征一：新金融时代形成了企业价值评价新标准：基于未来预期资本现金流贴现值





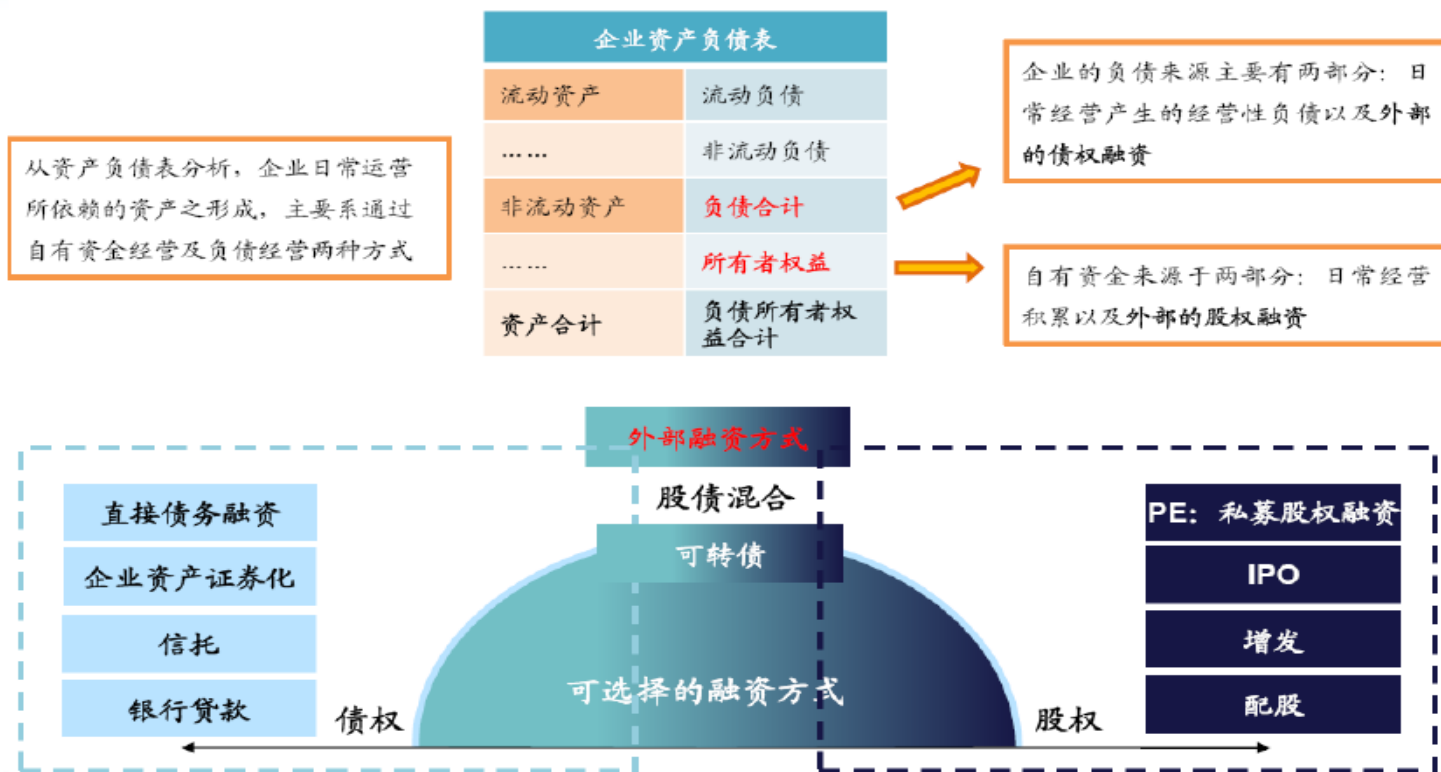
一、新金融时代的特征

- 特征二：新金融时代提供了投资价值(未来预期收益贴现)变现/流动交易机制。
 - 证券市场提供的资产预期收益变现机制，使不同资产、不同期限和不同风险的未来预期都可以在一个时点上持续动态交易。
 - 在证券市场机制下，投资机会的长期收益并不需要最初投资者逐年收取，而是转化为大量投资者的短期交易，通过短跑接力形成长期，每个交易者都感觉不到长期。
 - 以往商业资本畏惧的投资巨大、收益期长的项目，现在可以轻松融资，在交易中举重若轻。北京到上海高速轮轨铁路，以前往往需要国家投资，由于有上市预期，受到商业资本的追捧。工商银行、建设银行、保险公司竞相投入百亿元。
 - 高速公路、水电设施（REITs）...

一、新金融时代的特征

- 特征三：提供了基于未来预期资本现金流的融资机制

多样化的企业融资工具



一、新金融时代的特征

- 特征三：提供了基于未来预期资本现金流的融资机制

资产负债表左侧融资

建立在特定资产/项目现金流上。包括：

- 应收帐款融资
- 存货融资
- 租赁
- 项目融资
- 资产证券化

获取企业局部的固定现金流

资产负债表右侧融资

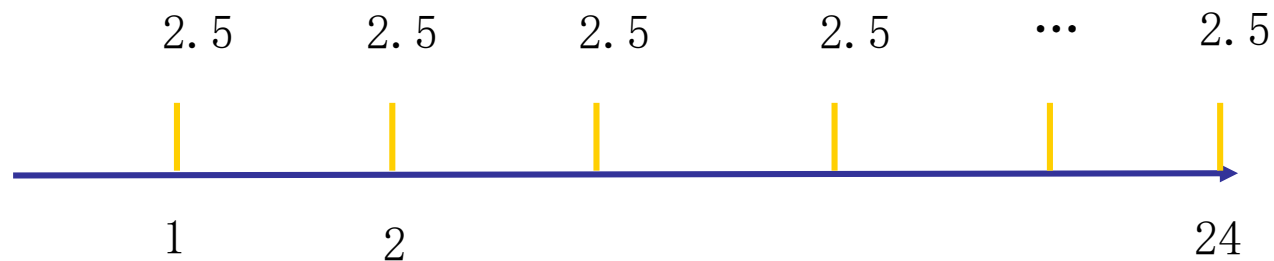
建立在企业整体现金流上。包括：

- 贷款
 - 债券
 - 优先股
 - 可转换证券
 - 私募股权融资
 - 公开发行股票
- 获取企业固定现金流
- 获取企业剩余现金流



基于未来预期收益的融资

- 某24年经营权的收费高速公路，预期年净现金收入为2.5亿元，需要投资15亿元。如何融资？



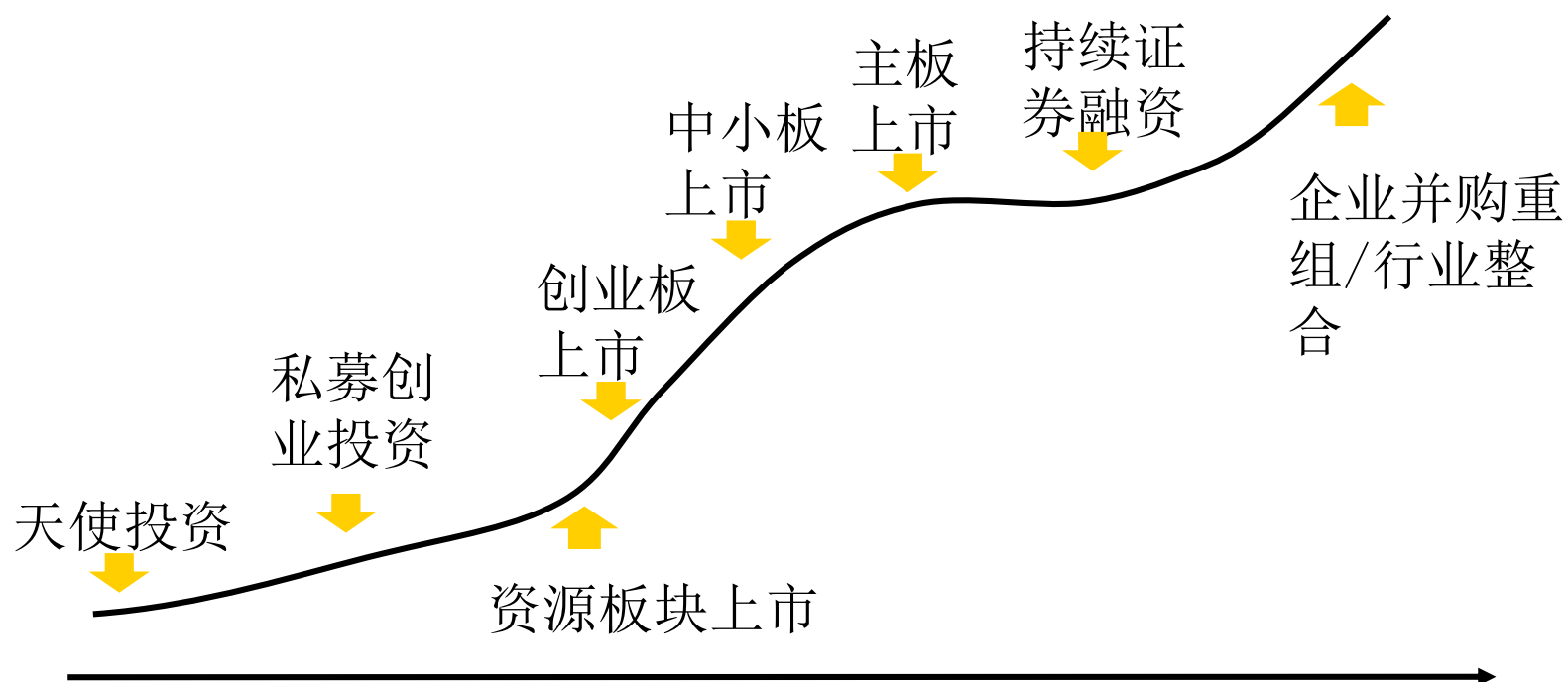
- 可以出售未来预期收益的投资价值(贴现值)支持当前的投资。出售未来预期固定收益(提供12%的投资收益率)支持当前投资： $r = 12\%$ ， $PVA = 19.46$ (亿元)。



基于未来预期收益的股权融资

- 不同证券发行门槛形成的多层次证券市场，使不同发展阶段的企业都可以利用预期收益融资、变现和并购。
- 上市门槛从要求具有十多年经营并有盈利记录—主板市场，降低到只需要几年经营记录，并且可以没有盈利—NASDAQ，AIM等创业板市场，进一步降低到可以没有经营记录，只需要有探明储量—多伦多、澳大利亚证券市场的资源板块。

多层次资本市场





二、对企业发展的影响

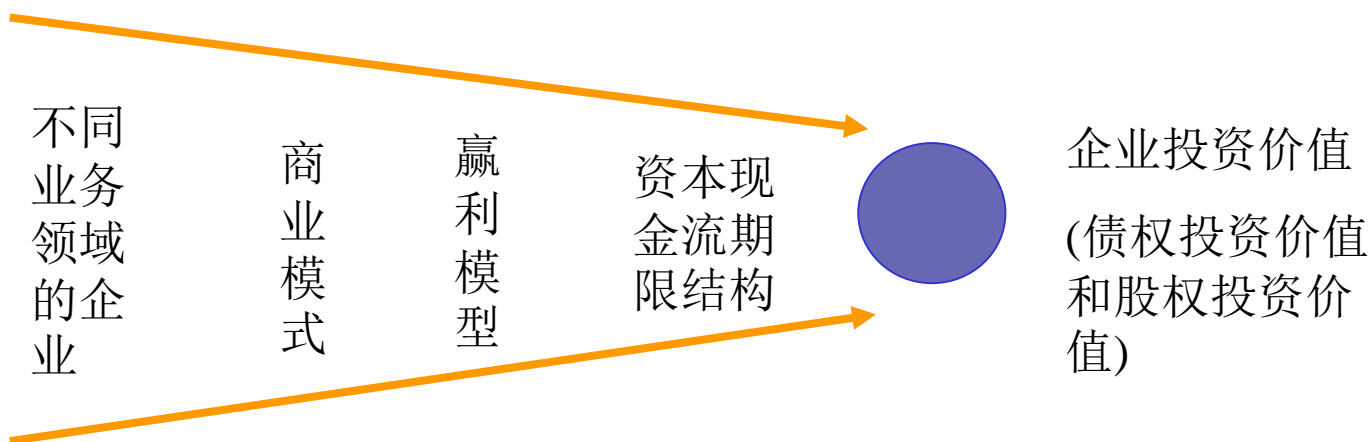
1. 企业发展和评价理念

■ 不同行业和同行企业谁更有价值？

- 工艺技术—产品升级基础上的产能规模扩张驱动的持续快速增长产业 (制造业): FORD, GM, GE, Caterpillar …(工业经济)
- 研究开发驱动的持续快速增长产业(科技): MicroSoft, Intel, Merck, 中星微电子…(知识经济)
- 商业模式复制驱动的持续快速增长产业 (服务业): Wal-Mart, BestBuy, Cost, Staples, HomeDepot…(服务经济)

二、对企业发展的影响

- ① 行业重要也不重要，关键是企业的发展空间和盈利成长能力，企业是否具有资本市场青睐的投资价值(稳定收益，增长收益)



$$\text{企业价值(EV)} = \text{债权人价值} + \text{股东价值} = \sum_{t=1}^{t=H} \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{PV_H}{(1+r)^H}$$



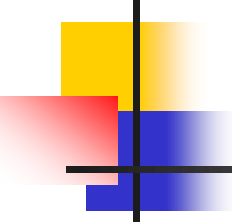
在中国做什么行业好呢？有什么好项目呢？

- 什么是“赚钱”的项目？

榨菜、红枣、粉丝、瓜子……，经营这类产品的 企业是好项目吗？

- 榨菜、红枣、粉丝、瓜子……这不是郊游野餐的采购清单，而是已经登陆中小板的4家A股上市公司的主营产品。他们就是涪陵榨菜（深：002507）、好想你（深：002582）、双塔食品（深：002481）、洽洽食品（深：002557）...

- 好项目，不在于做什么，关键是怎么做！

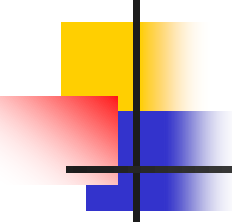
- 
- 因此，传统类企业要想“赚钱”，第一步就是要识别，你的什么东西是有价值的呢？能否创造价值？
 - 第一步，识别你的价值来源，传统的所谓价值来源包括
 - 无形的劳动力、人力资本、技术人才、人脉关系、权力配置、企业家能力、专利、专有技术。商业信用等
 - 有形的房地产、矿山资源、
 - 第二步，依据以上传统的企业价值分析，企业运用战略分析工具、手段（例如 SWTO 分析），做战略选择、战略实施，这就是传统的企业战略、管理战略
 - 假设你的企业打算做一个拉面馆，按照以上传统战略管理 SWTO 分析，你可能很快就得出结论：做拉面很可能不赚钱！



鸭脖连锁引40家风投争“啃” 运作模式有吸引力

2010-9-13 《深圳商报》小小鸭脖被财大气粗的风投大佬们看上，并频频上演多家风投同时追捧同一个鸭脖品牌的悬疑剧。

- 2005年4月，第一家绝味鸭脖专营店在长沙开业。至2010年，绝味鸭脖已开店3000家，遍布湖南、湖北、北京、上海等20多个省、市。
- 从2007年开始起，包括达晨创投在内的国内外近40家风险投资机构先后向绝味表达了投资意向。目前，绝味正在“优中选优”。“任何企业做到一定程度后，上市是必然选择，我们正朝着这个方向努力。”



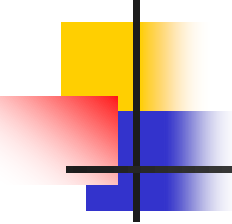
2011年06月21日 北京青年报

- 一根小小的鸭脖子，究竟价值几何？下列数据或可见一斑：绝味鸭脖已获创投2.6亿元注资，相比之前江西煌上煌的3600万元，以及周黑鸭的6000万元风险投资，该融资额翻了数倍。
- 据九鼎投资人士日前向媒体证实，九鼎联合复星集团等机构，向绝味鸭脖注资2.6亿元，获得20%股权。这也是该行业到目前为止最大的一笔融资。



绝味食品上市

- 2017年3月，绝味食品登陆上交所主板市场
 - 发行价格为16.09元，当日收盘价为23.17元,市值高达95亿
- 复星、九鼎等投资机构以IPO方式退出绝味食品，账面回报为4.46倍。
- 绝味一直采用“以加盟连锁为主体”的销售模式，迅猛扩张的门店数量是绝味营收增长的重要支撑。
- 业务覆盖全国31个省，全国门店突破1万家；目前在新加坡、加拿大设有分公司

- 
-
- 2019年营业总收入达到54.6亿，较上年增加42.95%；净利润达到8亿，较上年增加25.06%。
 - 总市值最高近600亿元
 - 2020年，营业总收入为52.8亿，净利润为6.9亿。



二、对企业发展的影响

- 近年来受到资本市场追捧的行业：

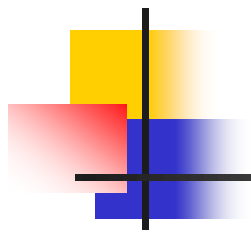
- AI、芯片、互联网
- 制造业的隐形冠军
- 连锁渠道
- 大消费
- 专业服务业：健康，物业管理
- ...

高成长，而不是高科技



二、对企业发展的影响

- ② 资产规模大不等于企业价值高，特别是不等于投资价值的实现效率高。
 - 在银行体系下，关注企业资产抵押价值；企业交易价值和融资规模往往以有形资产价值为准。诱导企业普遍扩大资产规模，形成重资产结构。
 - 新金融时代关注企业的投资价值。企业将从有形资产为核心转向无形资产为核心，轻资产企业更受资本市场青睐。




	企业A	企业B
工厂面积	300亩	3000平方米
人员	3000人	300人
净资产	20000万元	2000万元
销售收入	7亿元	1亿美元
净利润	3000万元	3000万元
企业股权价值	9亿元 (净利润30倍)	15亿元 (净利润50倍)
股权价值/净资产	4.5(倍)	50(倍)





二、对企业发展的影响

③ 利润率低不等于企业投资价值低

$$\begin{aligned} \text{投入资本收益率(ROIC)} &= \frac{\text{营业利润(EBIT)}}{\text{固定资产投资资本} + \text{运营资本投入}} \\ &= \frac{\text{营业利润/销售收入} + \text{附加收益}}{\text{固定资产/销售收入} + \text{运营资本投入/销售收入}} \end{aligned}$$

竞争格局 

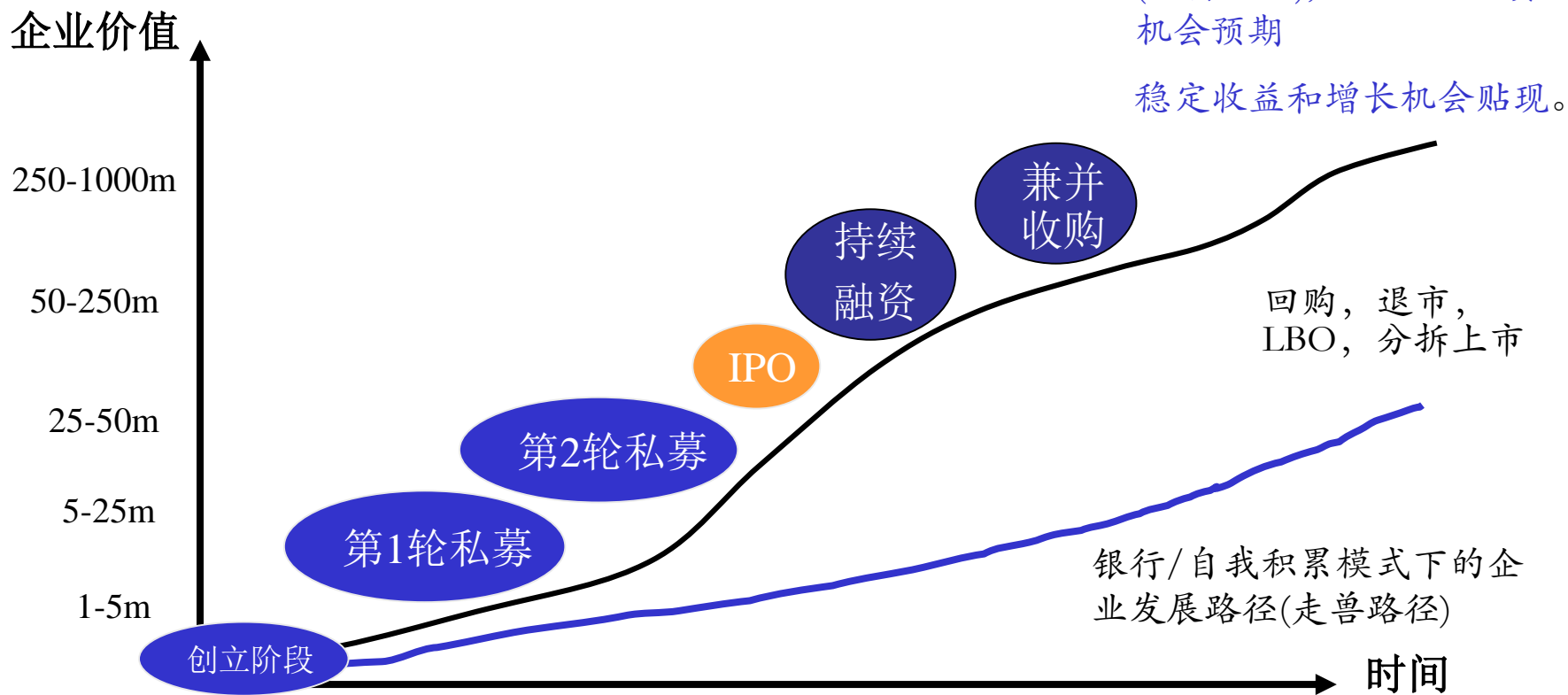
 商业模式

 竞争地位

高资本收益率，而不是利润率

二、对企业发展的影响

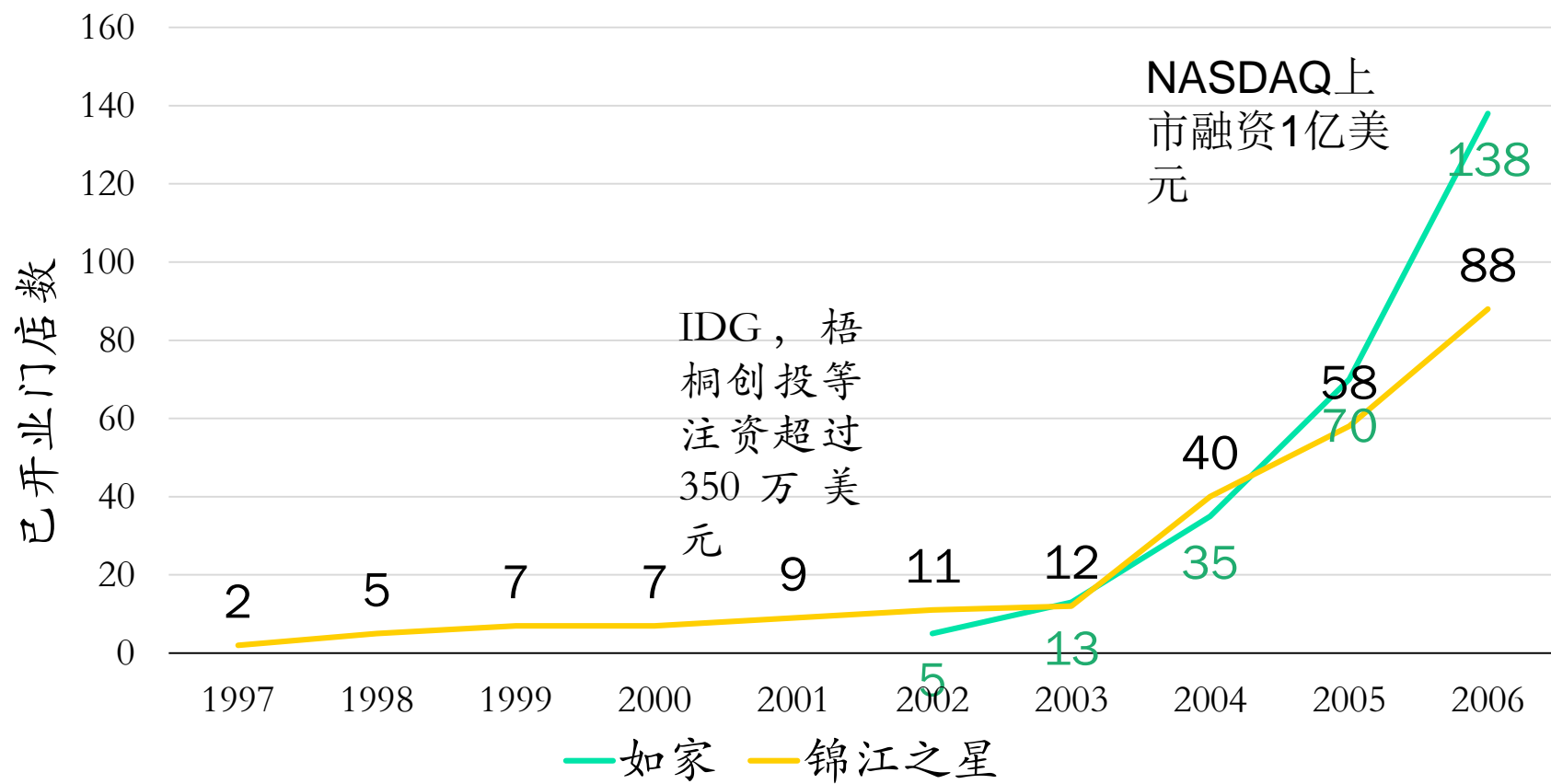
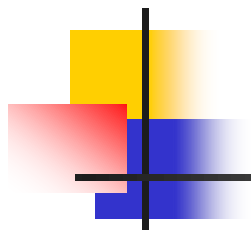
2. 加快了企业发展和分化速度

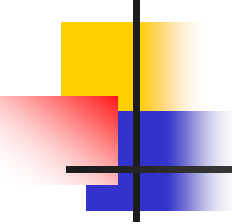


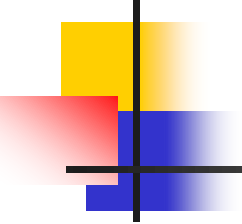


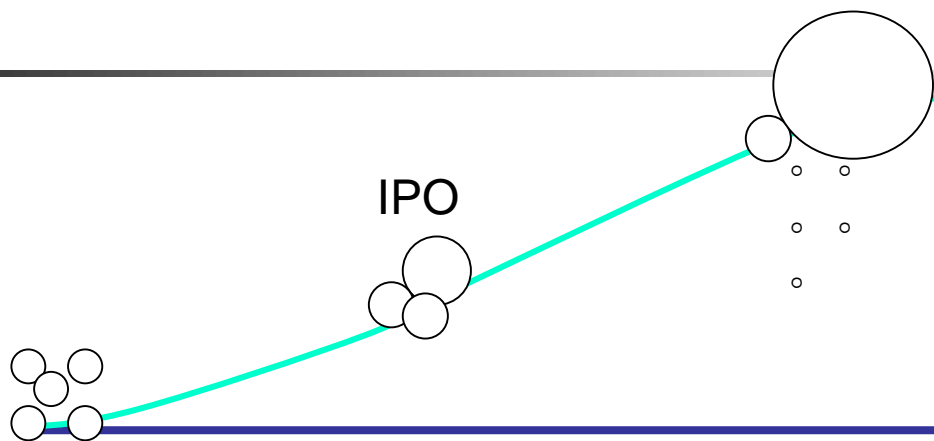
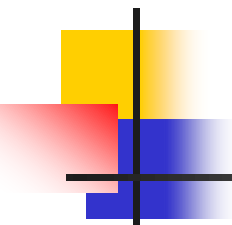
新金融时代的企业发展奇迹

- 2002年6月才创建的如家快捷酒店，2006年10月26日成为中国第1家登陆NASDAQ的经济型酒店。开盘价22美元，比发行价13.8美元高出59.4%，融资约1.09亿美元，公司市场价值近10亿美元。
- 如家快捷酒店定位经济型，2002年由首旅集团和携程旅行网合资组建，整合存量资源，直接经营和授权经营相结合，拥有的酒店数量由2002年的10家上升为68家。
- 2003年引入了包括IDG、美国梧桐创投等境外战略投资者，成为国内第一家引入风险投资和上市的经济型酒店。同时，引入连锁管理经验丰富的职业经理人加强管理。
- 2003—2005年进入高速发展期。截至2006年6月底，如家经营及授权管理的酒店数量已达82家，筹建酒店57家。总收入2.49亿元人民币，净收益2700万元。



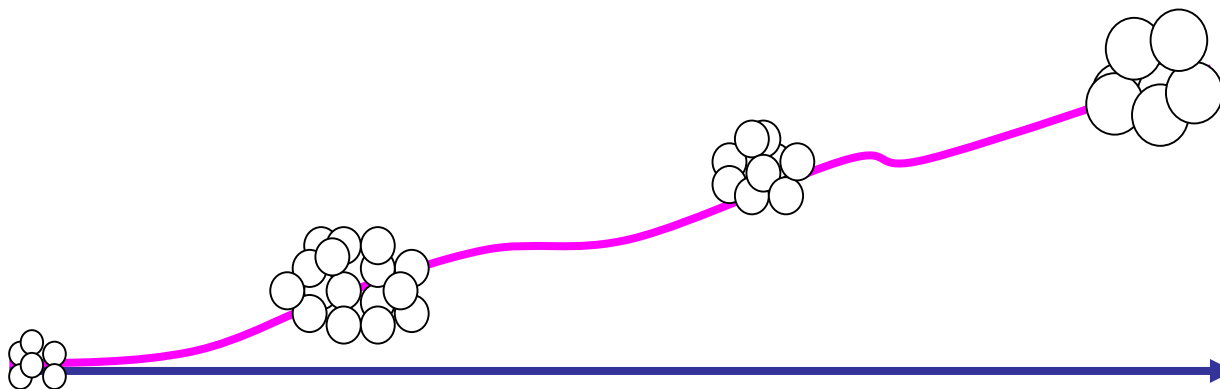
- 
- 以自身利润的累积进行扩张，在新金融时代显然要处于竞争劣势。
 - 新金融时代，私募投资商关注和投资前3名企业，其后的企业难以获得融资。
 - 私募和上市融资具有时机特征，率先抓住私募和上市时机的企业具有战略先机：
 - (1) 加速实现投资计划
 - (2) 增强后续债务融资能力
 - (3) 抑制竞争对手的股权融资，吸引其人才，降低其投资能力和价值。

- 
- 新金融时代，同行企业中，往往只有很少数的企业能获得VC投资和最终上市，其他同类企业很快被并购或淘汰。
 - 在线旅游只有携程、e龙、去哪儿
 - 搜索引擎只有百度上市、搜狗；
 - 楼宇电梯广告只有分众、框架和聚众三家获得VC。其中，分众率先获得VC和上市后，框架和聚众随后都被分众换股收购。
 - 网上预约车：滴滴打车、快的打车、Uber



新金融时代，企业数量
与收入呈现2—80%现
象。即前2家企业占据
行业80%的市场份额。

证券市场环境下的企业发展：只有决赛，没有预赛



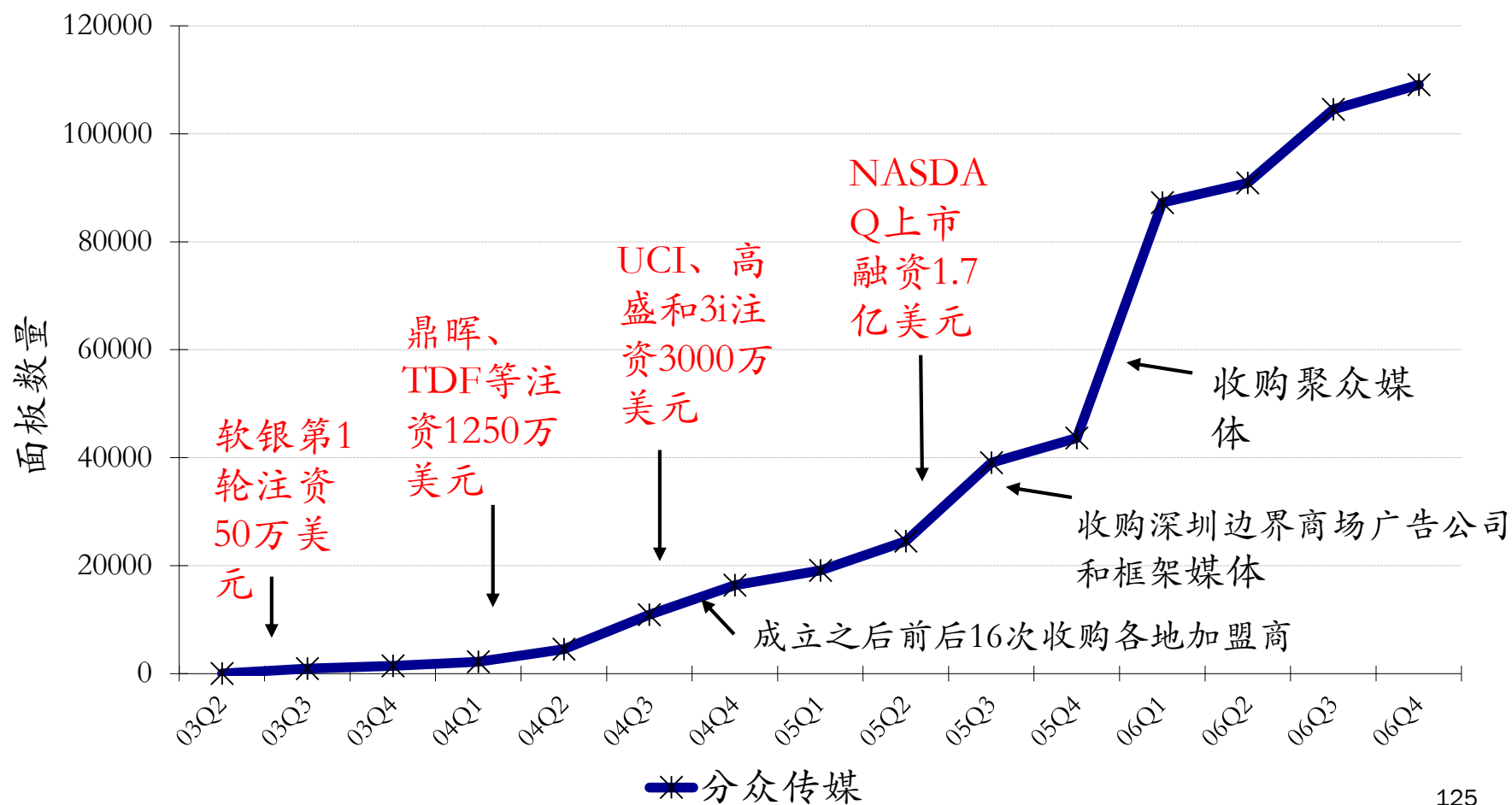
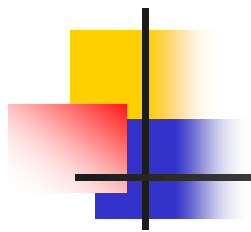
银行体系下的企业发展：预赛，复赛，半决赛，最终决赛



二、对企业发展的影响

3. 加快产业并购整合进程

- 证券市场提供了企业价值信号，优势企业未来预期成长收益能够持续转化为资本市场递增值，增加了融资能力和收购支付手段(换股)。
- 大多数中下马企业则丧失资本市场融资机会，企业投资价值风险增加。企业投资价值最大化准则，促进企业家及时出售企业。
- 股权交易日益活跃，行业整合加快。



案例：蓝色光标的并购战略



初创阶段

1996年 蓝色光标成立
1999年 成立第二品牌智扬公关

初步发展

2005年 完成全国19个机构的布局，成为同行业中唯一一家完成全国布局的公关公司
2006年 合并致蓝经纬
2008年 收购“欣风翼”品牌—北京博思瀚扬企业策划有限公司51%股权

公司上市

2010年 正式登陆创业板，成为 中国首家上市的公共关系企业

并购成长

2011-2014 连续完成几十宗并购
2014年11月 宣布开启H股上市准备，将成为大陆创业板H股上市第一家公司
2014年12月 收购加拿大领先的广告公司Vision 7，标志蓝色光标从一个传统的公关公司升级成为一个整合营销传播集团、具有国际影响力的行业领导企业



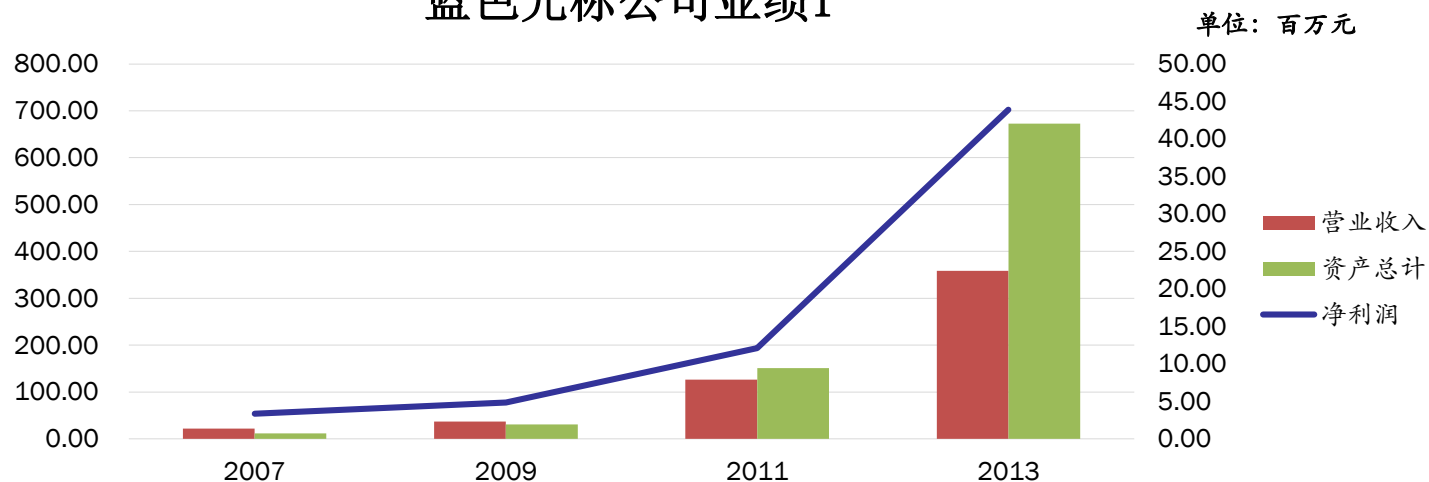
案例：蓝色光标的并购战略

蓝色光标2011-2014并购情况

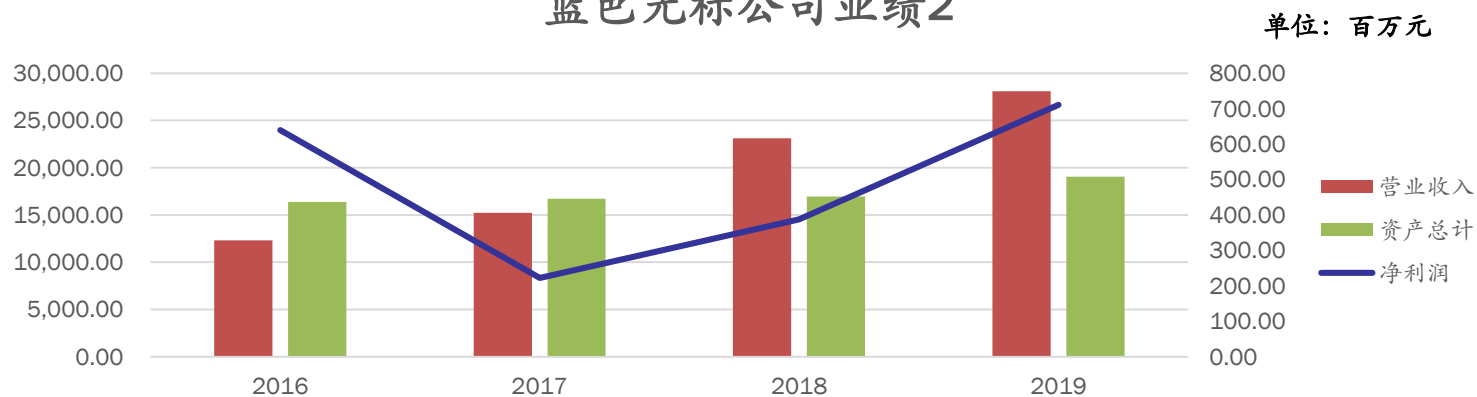
特点	数量	公司名称
活动管理	3	博思瀚扬、上海励唐、蓝色方略
国际化	4	香港殿堂、Huntsworth (19.8%)、WeAreSocial、美国Blab公司 (9.48%)
广告代理	6	思恩客、精准阳光、今久广告、广东百合、博杰广告、西藏山南、东方博杰
财经公关	1	金融公关
网络营销	3	华艺百创、美广互动、上海智臻
产品设计	1	美国Fuse Project (75%)

案例：蓝色光标的并购战略

蓝色光标公司业绩1



蓝色光标公司业绩2

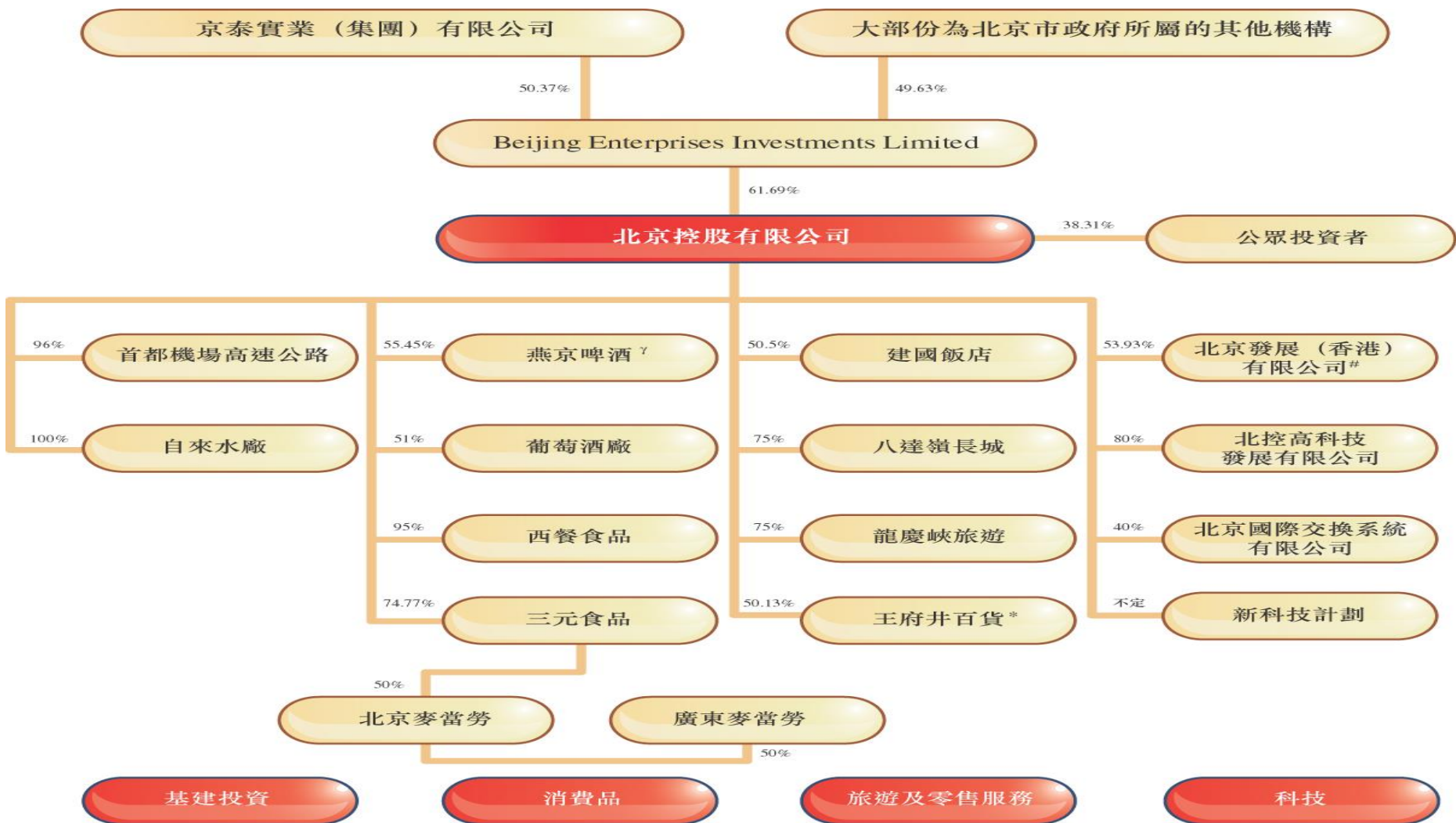




二、对企业发展的影响

4. 促进企业业务/资产/组织结构重新分解、聚合和企业商业模式优化

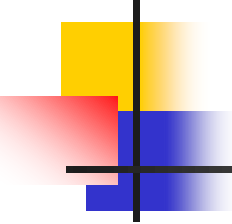
- ① 剥离缺乏竞争优势/投资价值下降，或投资收益率低于公司投资机会成本的业务
 - 在银行系统环境下，企业为了增强债务融资能力，往往形成多元化业务结构。
 - 新金融时代，具有高成长潜力和能力的专业化企业可以获得资本市场青睐，经营效率和投资价值可能高于多元化企业，多元化企业的一些业务处于竞争劣势，投资价值下降，需要重组业务结构。





某集团公司业务资产和盈利结构

	收入	净利润	资产	净利润率	ROA
科技	19%	25%	12%	11.6%	9.6%
基础设施	7%	41%	22%	52.7%	9%
消费品	36%	31%	38%	8%	3.8%
旅游和零售	39%	3%	28%	0.5%	0.8%
平均				9.1%	4.7%

- 
- 工厂分拆：可口可乐分拆出可口可乐企业，解决工厂低利润率和低ROA，ROIC。

可口可乐没有自己全资装瓶公司，而是与装瓶企业合作。这些企业分三类：(1) 独立装瓶公司，可口可乐没有股权；(2) 可口可乐公司投资但不控股；(3) 可口可乐投资并相对控股。例如，如可口可乐持有销售500强企业Coca-Cola Enterprise 38%的股权。

这三类公司装瓶业务规模分别占可口可乐公司2001年装瓶业务的23%、61%和16%。

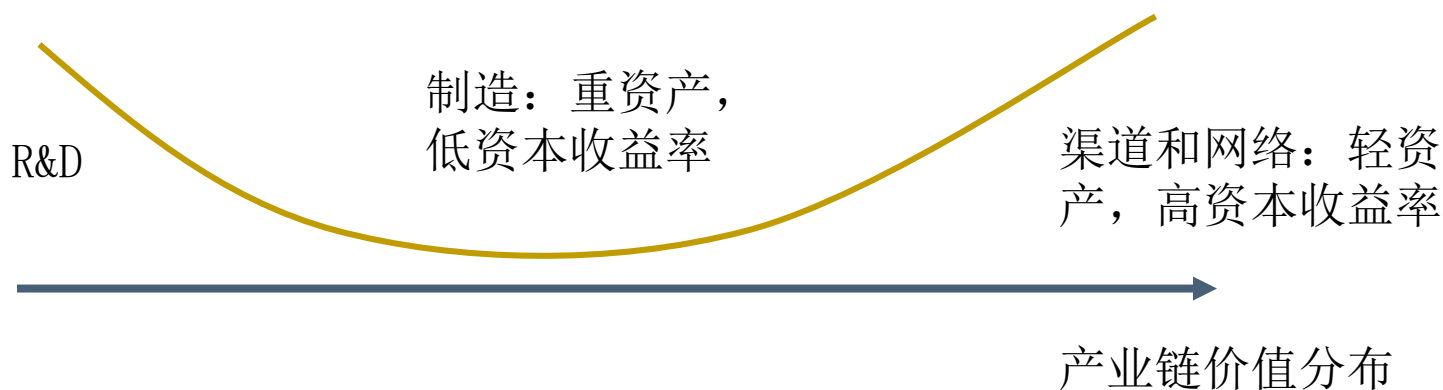
可口可乐通过自己控股的装瓶公司完成的装瓶规模最小。属于轻固定资产运营模式。



二、对企业发展的影响

② 分拆轻重资产业务，调整资产结构。

万人工厂+3000千专卖店的皮鞋企业属于制造，10倍PE；万人工厂和3000专卖店分拆，前者8倍PE，后者50倍PE。





万豪酒店分拆酒店地产

- 万豪酒店集团（Marriott）是美国最大的酒店类房地产投资信托基金。该集团1993年将资产分拆成“万豪国际”和“万豪服务”。万豪服务掌握了集团的不动产和债务，但不参与管理。万豪国际转型为纯粹的服务机构，通过签订长期管理协议对酒店进行经营管理，但不拥有产权。

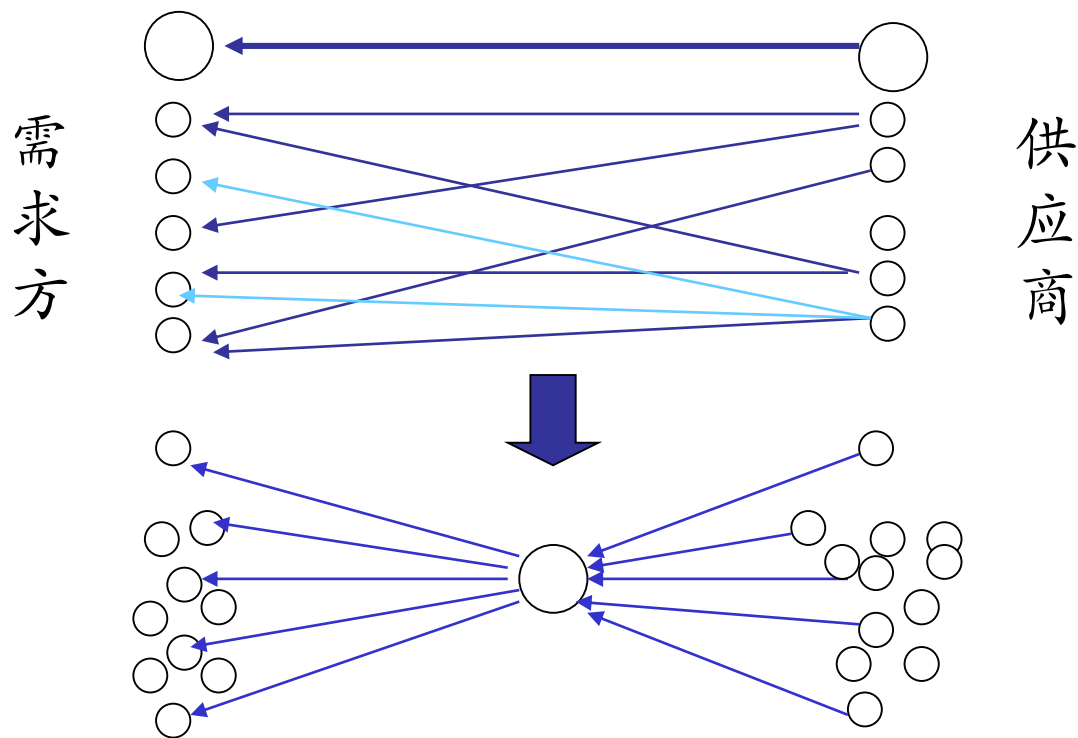
	固定资产占总 资产比例	无形资产占总 资产比例	经营利润率	净利润率	ROIC	ROE	PB
万豪酒店	27.44%	16.30%	5.80%	5.35%	16.50%	20.57%	5.02
麦当劳	66.38%	6.50%	20.37%	12.04%	16.40%	17.18%	2.88



二、对企业发展的影响

③ 促进企业组织裂变和整合

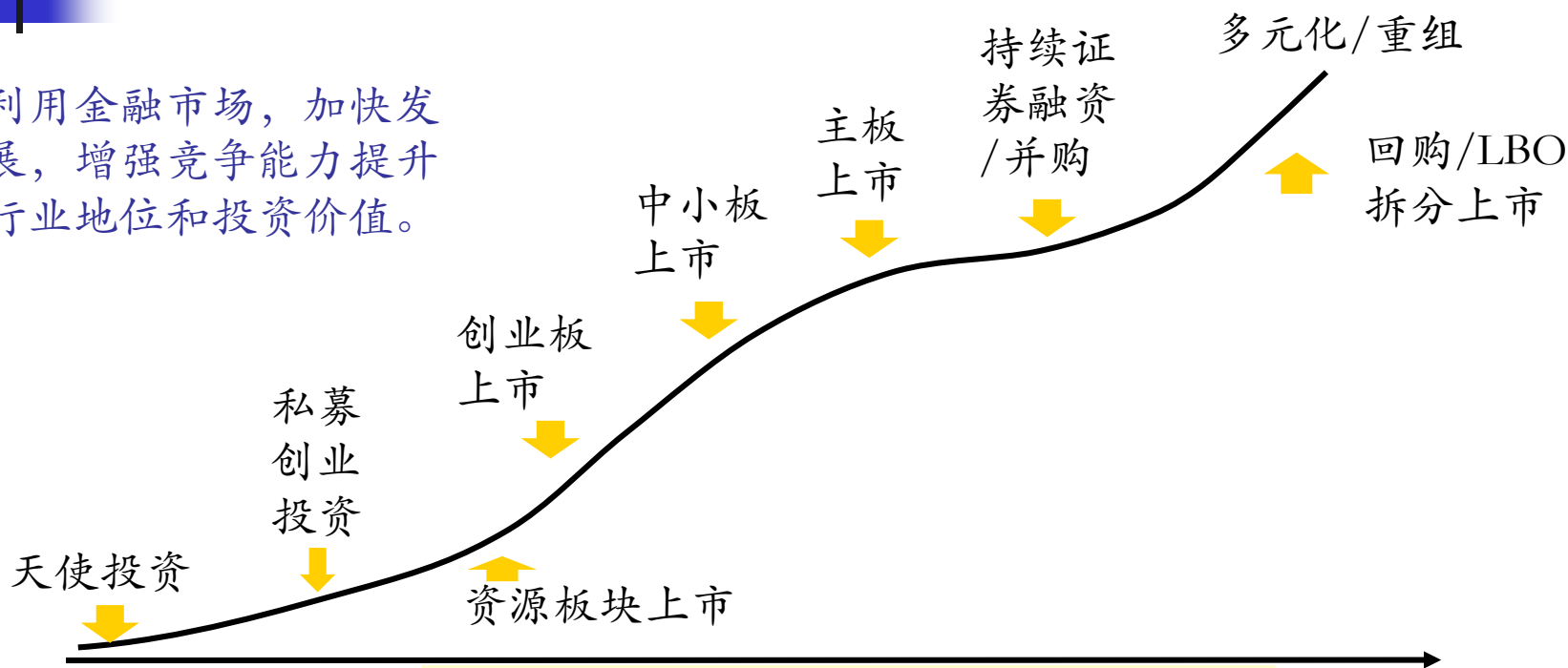
- 计划经济时代：企业就是工厂，计划部门负责供应和销售。
- 改革时代：工厂成为自负盈亏主体，演变为企业，剩余归属企业。为了生存和发展，逐渐增强研究开发，技术改造、采购、销售功能，企业组织结构和职能雷同。小而全，大而全。
- 企业原有雷同的组织结构及其功能的竞争能力、效率和效果差异增加。
- 信息技术、互联网、供应链管理技术的发展，提升企业运营效率。为构建提高效率的新商业模式提供了技术基础。
- 企业业务系统将重新分解和聚合。一些企业重新回到工厂时代，将采购和营销分解出去，共享高效率的专业化营销资源、网络和能力。



并未增加产业链环节，而是聚合成新的商业模式，提高效率，资本市场提供助力。

三、利用金融市场促进企业发展

利用金融市场，加快发展，增强竞争能力提升行业地位和投资价值。



I. 定位，商业模式设计/试验/成形，创业融资。

II. 调整业务战略和商业模式; 利用金融地位快速扩张(内源增长、外部并购、战略投资机会价值评估和风险管理); 融资方案设计(项目融资, 存货融资, 融资租赁, REITs, PE, CB)

III. 多元化与重组(业务增减, 大规模换股收购, LBO)



三、利用金融市场促进企业发展

- 新金融时代和发展环境下，需要关注企业投资价值增长空间，效率、能力和速度。
 - 利用外部关键资源能力，轻资产运营—设计商业模式。
 - 利用证券市场，举重若轻—证券化未来预期收益(包括出售业务或企业股权，套现价值)。
 - 利用金融技术产品，化重为轻—融资租赁，售后回租。