



财务经理必知的 12 条教规
MBA 财务课程的颠覆之作

真实世界的 财务管理

The Real World of Finance

[美] 詹姆斯·萨格纳 (James Sagner) / 著

曾 嵘 张 瑾 / 译

華夏出版社

真实世界的财务管理

[美]詹姆斯·萨格纳 著

曾 嵘 张 瑾 译

华夏出版社

图书在版编目(CIP)数据

真实世界的财务管理:21 世纪的 12 条教规/(美)萨格纳著;曾嵘,张瑾译.
—北京:华夏出版社,2004.7

ISBN 7-5080-3532-1

I. 真… II. ①萨… ②曾… ③张… III. 公司-财务管理-基本知识
IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 066910 号

James Sagner: *The Real World of Finance*

Copyright©2002 by John Wiley&Sons, Inc.

Chinese language edition published by Huaxia Publishing House

本书中文版专有出版权由 John Wiley&Sons 授予华夏出版社,版权为华夏出版社所有。未经出版者书面允许,不得以任何方式复制或抄袭本书内容。

版权所有,翻印必究。

北京市版权局著作权合同登记号:01-2004-1443

真实世界的财务管理:21 世纪的 12 条教规

[美]萨格纳 著

曾嵘 张瑾 译

策 划: 陈小兰

责任编辑: 李 杰

出版发行: 华夏出版社

(北京市东直门外香河园北里 4 号 邮编:100028)

经 销: 新华书店

印 刷: 北京京科印刷有限公司

版 次: 2004 年 9 月北京第 1 版

2004 年 9 月北京第 1 次印刷

开 本: 1/16 开

字 数: 200 千字

定 价: 29.00 元

本版图书凡印刷、装订错误,可及时向我社发行部调换

献给

斯蒂文、艾梅和罗伯特·保罗

致 谢

本书是根据我在过去 30 年里的教学和咨询经验而撰写的。财富 500 强的企业是我的客户,与他们合作的过程中,我经常吃惊地发现:除了银行和证券公司这类金融服务类的公司外,在企业每天所面对的世界中,财务管理几乎是事后才想起的职能。

当今的企业重点放在三项事物上:

- 销售产品。
- 安装信息系统并且加以维护,以告诉管理者:公司现在的所处的位置和将来可能朝哪里发展。
- 获得利润。

企业期望财务管理可以给投资提供永久的资本,并且管理营运资本来满足日常经营活动的需求。但是,企业却不认为财务管理应该融入到企业的管理中。如果你不相信我所说的,就去拜访一下某个公司的财务部门,并且询问该部门的任何一名高级经理是否曾经一起进行过销售拜访,参观过制造车间,或者与不高兴的顾客交谈过。

当我教授财务管理课程时,我经常解释说虽然课本上说的是“X”,但真实的世界中往往按“Y”模式操作。没有重要工作经验的学生并不理解这种说法,那些在公司中承担一定职位的在职 MBA 学生立即对这种说法表示赞同。因此,他们通常要问的问题是:为什么没有人基于现实世界来写一本书呢?

在此,我应感谢那些我曾经遇到过的所有学生和管理人员。他们

2 真实世界的财务管理

给我的教益远胜于我给他们的教授或者建议。尤其应该感谢：

- 由 Leland McCloud 教授在 Washington & Lee 大学教我的第一门财务管理课程,当时使用的课本是由 Arthur S. Dewing 编著的《公司财务政策》(第 5 版,纽约 Ronald 出版社,1953 年)。
- 国际纸业公司的副资金主管 Rosemary Loffredo,她在 2001 年 10 月 15 日于芝加哥举行的财务专业人员协会 CAFP 的年会上,和我一起就这方面的话题发言。
- 威利出版社的编辑 Timothy Burgard,对本书不断修饰,一直到发表。

非常感谢下述刊物,允许我使用在教规 12 中牵涉到的材料,这些材料最初以某种不同的形式出现在下述这些刊物中:

- 感谢财务专业人员协会允许使用 2001 年 9/10 月的《AFP 交流》(21 卷,刊号 5)中第 70~78 页的文章《21 世纪首席财务官的作用》。版权所有。
- 感谢国际财务执行官组织(Financial Executives International)允许使用 2002 年 1/2 月期(18 卷,刊号 1)的《国际财务执行官》杂志(Financial Executive)中第 55~56 页的文章《资金主管当今的职能》。版权所有。

本书中任何错误,由我本人全权负责。



目 录

致谢

导论

第 1 篇 财务活动的管理 13

教规 1 盈利能力 15

教规 2 营运资本 31

教规 3 非财务人员的财务职责 43

教规 4 外包 56

第 2 篇 公司融资 71

教规 5 获取信用 73

教规 6 非信贷服务 87

教规 7 战略规划和资本预算 99

教规 8 征信机构 111

教规 9 投资银行业务 124

第 3 篇 面向 21 世纪的挑战 137

教规 10 审计和控制 139

教规 11 风险管理 154

教规 12 首席财务官的重点 168

后记

导 论

有能力的人自己做,没能力的人则教别人怎么做。

——乔治·萧伯纳,《人和超人》

他们在你上 MBA 或者本科上财务管理课程时教授了些什么?更重要的是,那些内容是否基于真实生活中的经历?或者是一个博士在黑板上画些图并且书写一些神秘的公式?你仍然能记住 NPV、IRR、ECR、LIBOR、bp、Reg Q 以及 ACH 的含义吗?你有必要在意这些术语的含义吗?

新经济时代的首席财务官

财务经理在下一个 10 年中,会在某几个领域中要面对一些复杂情况,这些领域在课堂中甚至都没有讨论过。这些正在变化的议题有,公司的盈利能力、审计和控制、首席财务官(CFO)的外部导向、与商业银行和投行的关系,以及征信机构的作用。本书在 21 世纪“新”经济的背景下,从实践中的首席财务官的角度而不是本本中的首席财务官的角度来探讨这些方面的挑战。

为什么是新经济呢?旧经济有什么问题?旧经济一直是由工业生产来驱动的,形成的是制造体系和大众营销体系。在旧经济中,首

2 真实世界的财务管理

席财务官的工作相对简单,因为在做生意的方式上存在着下述的一致性。

- 影响销售收入和费用的因素持续相似。即使在通货膨胀严重的时期,我们假设我们可以预测和控制损益表上的结果,并且构造出资产负债表来支持我们业务上的需求。
- 货币的时间价值无关紧要。我们假设了某个短期利息成本,并且不因为生产周期长或者可以延期付款来对其进行调整。
- 顾客和供应商之间的关系有一致的模式。我们和乔或者简做生意有 15 年之久,因此结果是可以预计并且可靠的。当然,8 年前出现过质量问题,3 年前交货时间延迟了几周,但这些供应商是我们的朋友。

新经济的重点在财务、信息和人员上,打破了上述这些不变的因素,强迫首席财务官们和其他的高管人员一起来重新审视他们做生意的方式。电子商务使得商务全球化,你会从全球各个地方的公司采购,或者向全球各个地方的公司销售。商业在不断地变化——首席财务官最好还是面对这个新的世界作出调整。

财务管理中的谎言和错误的信息

以下是向每个学财务知识的学生教授的 12 个教规:

1. 利润和权益报酬率(ROE)是企业首要目标。
2. 营运资本是价值的储备,需要对其管理以保证流动资产对流动负债的比率是高的。
3. 财务是一项专业化的参谋职能。
4. 公司应该自己“拥有”关键的财务职能。
5. 为帮助公司的经营活动或战略投资,资本市场以合理的成本向信用良好的企业提供贷款。

6. 银行以合理的价格向公司借款人提供一系列的非信贷服务,作为他们贷款业务营销的一部分。

7. 资本预算的程序支持战略规划。

8. 征信机构向贷款人、债权人和投资者提供被审查公司的客观评估。

9. 投资银行就公司的资产负债表的结构、如何筹措权益资金和债务资金以及其他类似的问题向公司提供专业的建议。

10. 审计人员进行控制管理,防止欺诈。

11. 风险管理包括保险、金融工程和安全程序等各自分立的职能。

12. 首席财务官们使得资本成本最小化,回报最大化。

上述这些公理听起来都合乎逻辑,却没有任何一条是真的。本书将一一讨论这些财务“真相”的神话,并基于对财富 500 强中的近 50% 的公司的咨询经历来审视当前的做法。

为什么要恢复本来面貌

即使这些财务真相并不是完全正确,我们又有什么必要在乎呢?毕竟,商业和经济类的学科并不是纯粹的科学。我们从来无法确定美联储降低或者抬高利率的措施是否真的会像我们所期望的那样来影响经济活动。我们也无法确定某个新的营销或者广告战役是否会有助于推销最新款式的小汽车、牙膏或者啤酒。

该问题之所以重要,是因为我们为了满足债务持有者、投资者、分析师和董事们的期望来构造我们的企业。如果上述的说法是不正确的,就意味着财务中最基本的流程——盈利报告、资本战略、征信机构和投资银行的报告、风险管理程序——是有瑕疵的,极有可能误导我们和他人。有误导性或者不恰当的行为会导致错误的假设、决策,会错误地分配稀缺的资本(有时甚至是无法替代的资源),也会导致商业计划、市场、产品和技术上有缺陷。

在当今这个商业复杂性不断发展的环境中,运用一些不成立的财务概念是个非常严重的问题。由于将传统的投资工具或者风险重新包装进构成因子中,从而开发出了复杂的管理工具,使得财务领域经历着快速的变革。这种重新包装使得可以将风险或者投资工具中的一部分转让或者销售给投资者,从而提高了总体的经济效率。

比如说,现在很多风险可以通过套期保值或者使用某些衍生工具来管理。按揭(mortgage)打包成担保按揭贷款债权凭证(collateralized mortgage obligations, CMO),以政府房屋贷款协会按揭证券(简称 Ginnie Maes)、联合房屋贷款协会按揭证券(简称 Fannie Mae)等投资工具的形式来销售。毫无疑问,我们不希望一门牵涉到几十亿美元的复杂学科是建立在一套有瑕疵的原则之上。

会发生糟糕的财务决策吗?

财务上错误的信息、神话以及近视症妨碍企业有效地进行决策以及最优地分配资金。我们依靠一套知识来允许我们进行商业活动。但是,企业的做法中随处可见半真半假的陈词,这经常给公司以及整个行业造成巨大的损害。

是否会发生糟糕的决策呢?列出错误的商业决策的清单,会使得整个文档库填满。下一节将回顾日光公司(Sunbeam)面临的情景、网络公司泡沫、电信行业和安然的崩溃。

日光(Sunbeam)公司

1996年的秋天,日光公司的新主席艾尔·邓拉普(Al Dunlap)宣布他将取消6000份工作(占公司员工队伍的一半),将26个工厂中的16个关闭,将与公司核心产品线不一致的事业部变卖,每年推出30种新产品,节约2.25亿美元。邓拉普原来曾领导过斯考特纸业(Scott Paper)公司(现在从属于金佰利公司),当时他的裁员人数占公司员工

队伍的三分之一。

日光公司的计划。日光公司的计划是基于日光(Sunbeam)和奥斯特(Oster)的品牌建立国际小型用具的业务。有的分析师热衷于该计划,有的则因裁员对推出产品和其他战略举措的影响而对该计划持怀疑态度。日光公司的资产负债表上列出的债务有 2 亿美元。

为了在 1997 年的秋天筹集现金,日光卖掉了 6000 万美元的应收账款,并推出燃气烧烤架产品的提前购买(early - buy)方案,即零售商可以在 1997 年的 11 月和 12 月“采购”烧烤架,但到 1998 年年中才需要付款。一旦零售商处塞满了烧烤架,日光又开始了第 2 项销售方案。开单留置(bill - and - hold)计划允许顾客购买日光的货物,先不付款,并将未付款购买的货物存储在日光的厂房中。这两种销售方案是 1997 年销售收入增加额的主要来源,这其实是将未来的销售收入现在入账。

1998 年 4 月 3 日,当日光宣布由于销售收入下滑而导致 1998 年第一季度亏损,股票市场为之而震惊。每股扣除 43 美分一次性的费用,1998 年第一季度的每股亏损金额为 52 美分,而 1997 年同期的每股收益为 8 美分。由于价格更低,销量下滑,占该季度总体收入 74% 的国内销售收入与 1997 年季度收入相比下降了 15.4%。

日光公司的结果。由于日光公司所谓的误导性举措,出现了一系列集体起诉案,有人代表在 1997 年至 1998 年期间购买了日光公司普通股的所有股民,控告日光公司发表的一系列报表对那一期间的收入和盈利数据存在着重大错误和误导。进行所谓的误报和省略是想努力让日光的投资大众相信日光的季度收入和盈利增长率可以持续两位数。

截至 1998 年,其资产负债表上列示的债务为 20 亿美元,现金流为负,资产净值是负的 6 亿美元。六月份,日光公司的董事会不满邓拉普糟糕的财务表现,终止了邓拉普的任职,从而结束了他在该公司

两年的控制性做法。他的记分卡上显示裁员 1.2 万名、巨额亏损和公司士气低落。一名董事说道：“我们已经对(邓拉普的)让公司前进的能力失去了信心。”

将重点放在短期的盈利上,而不是深思长期的战略,使其极度地削减成本,员工的士气被挫伤,零售商愤怒,操纵收入数据来迎合市场的期望。最终,股东们采取了法律行动,证券交易委员会(SEC)起诉邓拉普和另外 4 名前任高级经理,指控他们欺诈。

互联网大崩溃

许多投资者和贷款人有疑问,在新经济的商业模式下,他们在买入、大肆宣传和管理互联网公司的股票时究竟在考虑什么,那些本应该比他们知道更多的首席财务官们在考虑什么。我们听到的不是股东权益报酬率(ROE)和现金,而是“眼球”和“点击率”这些衡量顾客兴趣的概念。但是,登录一个网站并不意味着记录了收入或者支付了账单。

许多网络公司的问题是他们没有在实际市场条件下经过实地试验的可行的商业模式。实际上,众多的战略与长期建立的商业惯例是背道而驰的。在接下来几节里,我们讨论其中的 3 种。

不合逻辑的计划。超市的利润占销售收入的百分比低于 2%,这样已经存在了几十年了。其利润取决于大宗采购、低廉的劳力成本(除了屠夫、面包师这些专业化工人以外)、低廉的场地成本以及让消费者参与到采购活动中。当一些网上零售商承诺竞争性的价格以及免费送货,他们没有意识到在选货以及送货中所发生的成本现在是由购物者负担的。因此,这些网上公司(如 Webvan)大部分都失败了。

模糊的计划。几个网络公司的经营计划是模糊不清的,他们花费成百上千万的资金企图寻找到可行的战略。通常这些公司刚开始的导向是开发某个网站,会有越来越多的潜在顾客访问,这些顾客会形成再次访问的习惯,以获得这些网站就某些特定问题,如妇女问题、健

康问题或者投资建议等方面的问题提供的指导或者点子。这些网上公司的主要收入来源将是网站广告,还可以来自于相关辅助服务所收取的费用。不幸的是,这些公司中的绝大部分没有吸引到足够多的“眼球”或者广告商,因此无法生存(如 drkoop.com)。

天真的计划。除了那些受到垄断保护的企业,所有的企业都必须随时监控竞争对手在规划些什么,尤其是对于某些会影响到他们生存的举措。你们生产的小器具推出了一种新的颜色或者形状,对手也许并不太在乎,但是如果你开发了一种新技术从而消除了人们对于这种器具的需求,他们就会在意了。

网络公司这个行业通常忽视了那些使用与他们相似的界面外观、定价和营销诉求来直接竞争以获得相同顾客群的公司的存在。互联网上浏览的简单性使得竞争性选购成为潜在的问题。很多研究表明,顾客对于特定网站的忠诚度是有限的。另外,一些拥有无限资金、已站稳脚跟的零售商如沃尔玛(Wal-Mart)已经开发了自己的电子商务活动来留住忠诚的顾客。

一个网络公司的成功。从对于某个特定市场的控制、服务满意度以及顾客忠诚度的角度来衡量,有一些(网络)公司近似成功,其中最著名的就是亚马逊公司(Amazon.com)。但是,即使该公司拥有近2000万的顾客,公司仍然必须迟早得盈利。在最近12个月的会计报表期间,即截至2000年12月的会计年度,其报告的亏损金额为14亿美元。亚马逊公司的累积资产净值为负的23亿美元。其销售的书籍以及其他货物比一般零售价格低20%~40%,所以毫无疑问,公司永远都无法获得尚可的回报。同时,许多网络公司的现金储备迅速耗尽,有50或60家公司剩余的资金只能支撑公司不足一年的时间。

电信行业

由于全球管制的放松、新产品和服务的推出以及金融市场的繁

荣,电信行业在 20 世纪的最后几年是个迷人的行业。但是,由于一些相互竞争的技术(如有线对无线和窄带对宽带),新成立了许多公司,对资本性资产进行不现实的借款和股权投资,还有白热化的价格竞争,这个行业实际上处于无序状态。

仅仅在 1996 年到 1999 年这段期间,行业整个花费超过了 3500 亿美元,其中借贷的 850 亿美元和筹集的 250 亿美元的股权是用来建造通讯网络。由于投资者对一些已存在公司(如:美国电话电报公司,当然也有贝尔)的竞争能力失去信心,同时也意识到这些高固定投资的商业计划的非确定性,电信服务公司和其设备供应商的股价暴跌。在美国和欧洲的债务总额超过 7000 亿,其中一大部分极有可能会违约。

电信的结果。各个电信公司的首席财务官在这个财务崩溃中犯了三个错误。

1. 依靠债务。首席财务官允许电信公司沉迷于债务资金,错误地相信债务的外显成本较低,因此引入大量的债券融资。其中一个例子就是美国电话电报公司,1998 年的长期负债为 70 亿美元,仅仅两年以后,长期负债就跃为 570 亿美元。

2. 依赖投资银行。首席财务官依赖投资银行就融资事宜、债券持有人和股东预期事宜提供指导。市场以越来越高的成本吸收证券,所以并不清楚他们提供的建议是否完全客观和精确。投资银行在完成交易后收到大额的酬金收入。助长成瘾从伦理上而言不好,从个人经济上讲却是不错的,至少从短期来看,他们可以收到经纪人佣金。

3. 缺乏可行的权变计划。资本支出激增,但收入的增长却只是平平。当权益报酬率开始下滑——电信行业的报酬率由 1996 年的 14% 下降到 2000 年的 6%——首席财务官必须迅速实施权变计划。比如减少资本性计划,对全公司范围的费用和其他举措进行审视。美国电话电报公司这些事情都未做,却为收购支付高价,并且当预期的收入增长没有实现时,公司也没有充分地应对。

不可避免的结局是整合、破产和重组,直到行业经济合理化。同时,一些更敏捷的竞争者没有受到固定资产投资的阻碍,向顾客提供诸如光纤等新技术。计算机和互联网业务活动中也许存在利润机遇,有可能通过数据、优先送货以及其他特色来提供增值服务并实现可观的收入。

安然的灾难

近几年里安然公司的情景是最能说明财务上的启示。故事中很多内容需要在国会听证会、法庭诉讼、行政审核中展现,但我们知道他们商业战略中注重能源和诸如宽带容量、用水服务这些新商品的买卖,这其中财务职能是他们的关键因素。

安然公司在水利和电力销售领域中因为糟糕的全球投资决策而产生了边际资产和负债,他们创建了表外合伙企业来转移这些资产和负债。这些结构使得公司的复杂度和风险增加,并且导致公司需要承担合伙企业的债务,造成安然股票价格下滑,信用评级也被降为投资级别以下。

虽然表外交易实际上是由安然公司担保的,但几乎所有的征信机构、分析师和银行家都忽略了这些担保给安然造成的潜在负债。1996年年末的股价是每股 20 美元,2000 年中期为每股 90 美元,普通股的股价的上扬诱惑着投资者,这些安排成了融资的主要驱动器。但是,当股价随着大市场环境下滑时,公司无法再形成新的或者包含原有的表外企业。到 2001 年第 4 季度,混淆的财务信息披露让投资者和金融界困惑。公司的股价实际上降到了零,债权人排队提出诉讼,美国司法部开始考虑提出刑事控告。

本书中列出的 12 条教规中有 10 条体现在安然的故事中。由于本书的限制,我们没有考虑其他的事项,如:

教规	安然的结果
1	通过将债务和资产转移到表外的合伙企业来操纵盈利。另外,公司的会计可能没有正确地记录公司遭受的亏损。
2	管理人员提倡新经济的概念,如知识资本的重要和有形资产(hard asset)的累赘。但是,必须谨慎地管理现金流量来为当前的经营提供资金。到2001年末,安然公司的现金燃烧率估计为每年7亿美元。
3	近代历史中,也许只有安然这一家公司的财务管理是遍及整个公司文化。但是,公司从事的业务需要严格的控制结构,如就交易头寸不断地按市价计价保证金(mark-to-market),以及将不盈利的持有物快速变现的能力。安然公司的各个业务部门或者没有充分管理或者没有理解这些要求,最终导致了公司的垮台。
5	商业银行忽略了合适的财务管理的基本要素,不断地将几十亿美元的贷款注入到公司。摩根大通(JP Morgan Chase)承认有26亿美元的风险暴露,各分析师估计花旗银行贷了20亿~30亿美元,纽约银行大约是20亿美元。
7	安然投资于各种全球性的企业,最终导致通过使用表外合伙企业的方式,主要是来隐藏这些企业的中庸业绩,防止对安然公司产生影响。这些投资中最糟糕的有,英国的韦塞克斯供水和印度的大柏电力公司。
8	征信机构虽然比一般投资者更容易接近公司的管理人员,却直到2001年末才降低安然公司的信用评级。在写本书时(2002年年初),我们还不清楚究竟是这些征信机构不理解安然公司复杂的财务工程,还是没有允许接触到关键的数据,或者仅仅只是不愿意降低公司的评级。
9	华尔街分析师和投行领域继续推荐安然公司的股票,甚至在2001年11月仍然给出“买入”的建议。我们怀疑投行比较关心的是保持他们现在与安然的交易或者将来的交易。
10	内部和外部的审计(都是安达信)不考虑保密、缺乏披露以及安然公司各种财务上安排的复杂结构。安达信现在声称可能发生了某些非法的行为,证交会和其他的监管人正在调查。安达信毁灭审计文件的自身行为使企业和政治领导者震惊。
11	高层经理们没有理解公司各种交易工具和投资的累积效应,资产和负债之间没有进行实际的“匹配账簿”,在没有管制和监督的市场中交易商品。
12	前任首席财务官安德鲁·法斯托(Andrew Fastow)没有管理资本成本以及制定可行的财务结构,却追随着前任首席执行官杰弗里·斯基林(Jeffrey Skilling)的领导,成了这场灾难。他们明显的目标是支撑安然的股价。但是,首席财务官没能建立合适的控制,也没能建立一个可以有效地监督公司的财务活动的组织。