

【新創園地-史蒂芬·賴專欄】創新創業成功之路

~看企業基本面與經營管理

從今年五月開始，史蒂芬·賴很榮幸受邀在 FINDIT 平台中的創業園地專欄跟大家分享個人的經驗與觀察，這半年的時間前後陸續寫了三篇文章分享：從第一篇談投資與募資的相對論、第二篇談什麼是創業投資與其投資評估的模式、第三篇講的是很重要的企業價值與新創股權規劃；然而，前面所分享的三個議題其實都主要圍繞在投資與募資這二個主軸上面，但是從投資與被投資的邏輯當中其實還有更重要的核心議題，那就是什麼是投資人心中好的企業？哪些公司是值得投資？不論是從投資的角度，什麼是好的公司值得被投資，或是從企業募資的角度，為什麼投資人會投資那些公司，而自己募資許久卻一直苦無投資機會，究竟差別在哪裡？

簡單來說，從史蒂芬·賴的觀點與經驗來看，投資人自古以來特別喜歡投資三種類型的公司：第一種叫「不缺錢的公司」，因為投資最好能先求不傷身，而公司不缺錢的話，某種程度也代表公司很賺錢或是財務狀況夠健全，所以相對的投資風險也較低，但若以專有名詞來解釋，這類型的公司我稱之為具有「自籌能力」的公司(容本文後續再詳細說明)；第二種則是「具有市場領先地位」(Market Leadership)的公司，簡單說就是在市場佔有率領先的公司，然而，市佔率愈大則代表者公司的營收愈高；第三種則是具有「科技領先地位」(Technology Leadership)的公司，這種公司往往在市場上具有獨占性或具有很強的定價能力的公司。不過上面所提及三種投資人喜歡的公司，基本上應該也不是一天二天就會達成這樣的規模，相信其所依靠的，就是經營管理的能力夠強，一點一滴所累積而成。

然而，新創公司的資本規模相對較小，創業初期團隊通常多從技術起家(CTO)，也因為懂技術的技術長跟懂經營管理的執行長(CEO)在一家企業的專業領域分工是截然不同的，一家企業的經營者不能只有懂技術，要必須兼顧經營管理、人力資源管理、策略管理、行銷管理、財務管理或生產管理等等各種面向，因此創業者必需在創業的過程中邊學習如何經營公司，才能讓企業得以茁壯，進而永續經營。於此，尤其是做好經營管理在企業發展上扮演了相當重要的關鍵。再者，若公司在發展過程有對外募集資金的需求，則更應建立完整經營管理系統以及公司治理的體系，這樣才能有更高的機會贏得投資人的信賴，進而取得投資人的資金挹注。

所以這次分享的題目，就是想要表達這樣的理念，做好企業基本面與做好經營管理，應該是企業邁向成功之路的關鍵因素，本篇文章將從什麼是企業基本面與經營管理的重點，最後再從募資與經營管理來跟大家分享。

我們先來談談什麼是好的企業-企業基本面的重要性

然而，什麼是好的企業？天下雜誌曾針對標竿企業定義設定了十項標準，分別是：(1)具有前瞻能力；(2)能掌握顧客導向；(3)好的營運績效與組織效能；(4)公司財務與獲利能力；(5)具有培養人才的能力；(6)能運用科技及資訊加強競爭優勢的能力；(7)具有長期的投資價值；(8)擔負企業公民責任；(9)具跨國界的國際營運能力；(10)具有創新能力。若從這十個標準來看，可以發現這裡面有很多的指標其實是沒辦法量化的，較難從一個比較科學量化的角度來衡量。

而張忠謀先生在西元 1987 年所創辦的台積電公司，投入半導體產業，帶領台灣產業鏈發展，進而成為世界標竿，尤其是在擔任台積電董事長三十年期間，所帶領的台積電之所以能不斷創造企業經營的高峰，其中最重要的成功關鍵，就是他在公司治理與經營管理上所帶來的重要啟示，公司最高的領導者可以在經營管理、營運規劃以及財務模式可以將之定義清楚並兼顧發展，而台積電也可謂是上市櫃公司中公司治理的典範。

於 2011 年張忠謀先生受邀於《天下雜誌》標竿企業頒獎典禮上，曾針對「企業的基本面」，發表演說。他在演講中表示，企業存在的目的，並不是為了給經理人或老闆有事情做，而是為了帶給股東、員工以及社會回饋；而且唯有把企業的基本面做好，一家公司才能不受景氣的影響，而持續提供正向發展的力量，進一步成為可值得長期投資的企業。

而就張忠謀先生所定義的「企業的基本面」總共可區分為五個構面，這些構面大部份是可被量化與管理的，分別說明如下：

1. Cash Flow / Free Cash Flow 企業的現金流與自由現金流

- 現金流就如同企業身體中的血液，是企業存活的重要關鍵，若企業具有自由現金流則是企業身強體健的要素，而一家企業的自由現金流強勁亦可代表公司具有不錯的自籌能力。
- 自由現金流是用來衡量企業實際持有能夠回報股東的現金。在不危及公司生存與發展的前提下，可提供分配給股東(和債權人)以及可以再投入投資活動的最大現金額度。
- 而現金流最怕的就像自來水的水管有破洞，太多的水流失於無形當中，無法發揮最有效的運用。

2. Balance Sheet Quality 公司財務的品質情況

- 公司財務的品質可以從公司的庫存與應收帳款的情形來判斷是否有異常，而公司財務的危機往往可以從庫存與應收帳款中看出企業經營管理是否出現狀況。
- 企業的資產負債是否具備高品質？在損益情形中是否具備結構性獲利的能力？現金能否持續穩定的流入？也是公司財務品質的重要指標。
- 而所謂高品質的資產負債定義為：公司沒有被高估的資產、也沒有被低估的負債，而公司高估資產或低估負債情形時則將會限制公司未來的借款能力。
- 健康的負債比率就張忠謀先生表示在其經驗中，一般約在 16-20% 左右。
- 而乾淨的資產負債表可從公司財報的產生是否有困難、是否具有清楚且透明的財務報表，可以來判斷。

3. EPS Growth and Growth Potential 每股盈餘成長與企業發展潛力

- 一家公司營收成長、基本上獲利也應該能隨之成長，往往有很多企業，雖然伴隨著企業營收的成長，但其獲利卻沒有相對的成長，在財務結構上可能出現成本與費用管控發生了管理上的問題。
- 公司在產業中是否具備科技領導地位(Technology Leadership)，而科技領導地位仰賴的是企業持續不斷投入的創新與研發。

- 公司在市場中是否具備市場領導地位(Market Leadership)，市場領導地位則來自創新營運模式，能貼近市場跟客戶的需求。
- 一家公司是否具備好的營運模式(Business Model)，一般可從企業與顧客的關係觀察，是否具備有穩定且長久的合作模式，然而，「營運模式創新」會比「科技創新」重要許多，顧客能接受而且能為企業創造最高的附加價值才是好的營運模式。
- 企業是否具有正向的商業生態系統(Business Eco-System)也將直接影響企業競爭能力，例如：Apple 的產業生態系，其整合了產品、內容、電信業者、出版商、APP 業者等，而有好的產業生態系，已非單一產品可以競爭與挑戰的(已具有專屬的生態系)。
- 公司損益也要具結構性獲利能力：獲利之成長要高於營收成長、營業費用與獲利結構要平衡、損益兩平點盡量控制在低點(特別在景氣不佳時)，簡言之，就是可以儘快產生營收，盡量控制成本與費用，損益平衡點就會向前與向下移動(如圖 1 所示)。

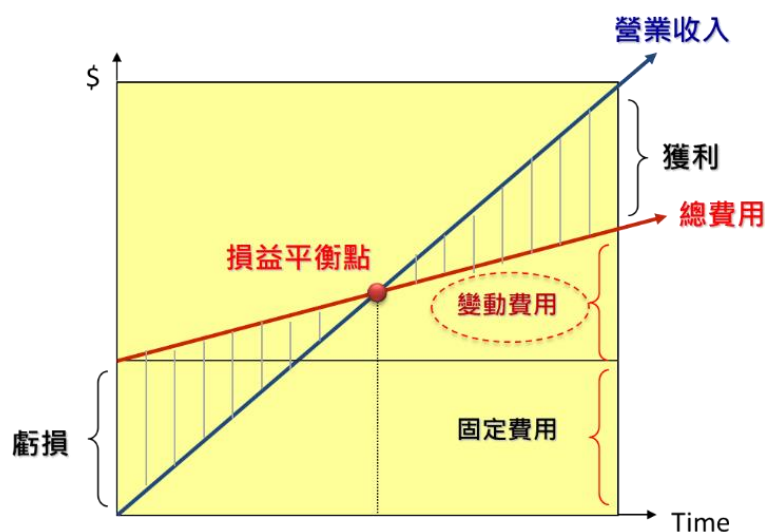


圖 1、損益平衡點示意圖

- 企業內部籌資能力要夠，否則公司發行股票只會愈賣愈便宜(價值降低)，而企業好的成長潛力，來自企業內部可以自行籌資，亦即企業具備自由現金流，相信也會更具備投資價值。

4. Structural Profitability 企業獲利能力與架構

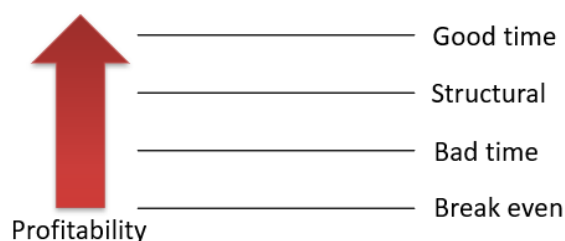


圖 2、企業獲利結構圖

- 企業如果只追求達到損益平衡就是獲利能力不佳。好的企業，在一般市場景氣下，獲利結構就應該要能優於同業；而在景氣不佳時，仍然可以維持一定的獲利；當景氣大好時，則應該能具有更高的獲利能力(如圖 2 所示)。
- 在管理價格與成本的關係，企業要有相當的定價權(可稱之為企業的硬實力)，與強勁的成本抑制能力(科技與市場的領導地位是否足夠)。
- 產品研發經費往往是企業經營上的雙面刃，若要達到科技領導、研發成本勢必要增加、但同時也會降低結構性獲利率與營業費用(如台積電研發佔營收的 30%、而 Google 的研發費用則逐年不斷成長)，所以曾經有句話說：「不創新就等死」，大概也是同樣的道理；因此企業須思考如何在獲利結構與投入研發中取得一個適當的平衡點。
- 總資產報酬率(ROA)、資本回報率(ROIC)、股東權益報酬率(ROE)三者是等效的，需要具備一定的水準，才能擁有內部籌資的能力，而這三個指標，也就代表企業在經營管理上的轉換效能，效能愈高，往往企業體質愈好。

5. Values X Ethics 企業價值與企業責任

- 如果企業能做好基本面，當在遭遇景氣不佳的時候，更能突顯其重要性，使企業不易受到景氣的高低，而造成企業經營上的危機！
- 另外，企業的價值不能只看獲利表現，企業是否同時能擔負企業社會責任、做好環境保護等，如此一來，整體環境隨著企業的投入愈來愈好，形成共享共榮的正向永續經營模式。

所以從上面分享的五個企業基本面，就如同我們在練功夫時最重要的基本功，當馬步蹲的愈紮實，基本功練得愈好，愈不容易被對手推倒；企業基本面也如同在蓋大樓時的地基，當樓起千丈時，有堅實的地基，大樓才禁得起颱風地震等，所以企業基本面對公司發展至關重要，有好的基本面，企業才得以永續發展與經營，也才更具有長期投資的價值。

來自企業最核心的競爭能力-萬變不離其宗的企業四大營運活動

日本的稻盛和夫先生曾經把日本的二家公司(Kyocera 與 KDDI)先後經營成為世界前 500 大的企業，故其在日本素有「企業經營之神」稱號；他曾說過：「會計」是企業經營的中樞核心，不懂會計，就不會經營。而稻盛和夫所指的「會計」，當然不全然只侷限在財務或會計報表上，從個人的角度來解讀，「會計」所指的意思是企業經營的週轉率與數字管理。

簡單來說，在經營企業有限的資源下，如何做好「數字」的管理，並注重「轉換率」，企業所投資或所花的每一塊錢，都應該要能反應在公司未來的財務上，如此一來，轉換率愈高，淨損也會下降，則也代表著資源的運用效率高，可以為股東創造更高的股東權益，當股東投資你的公司一百元，你是否可以幫股東創造超過一百元的價值，價值愈高，當然投資價值也會愈高。

若從經營管理的階段來區分，一般企業經營大致分成四大活動(如圖 3 所示)，其中包含了籌資活動、投資活動、營業活動、以及盈餘分配活動，分別說明如下：

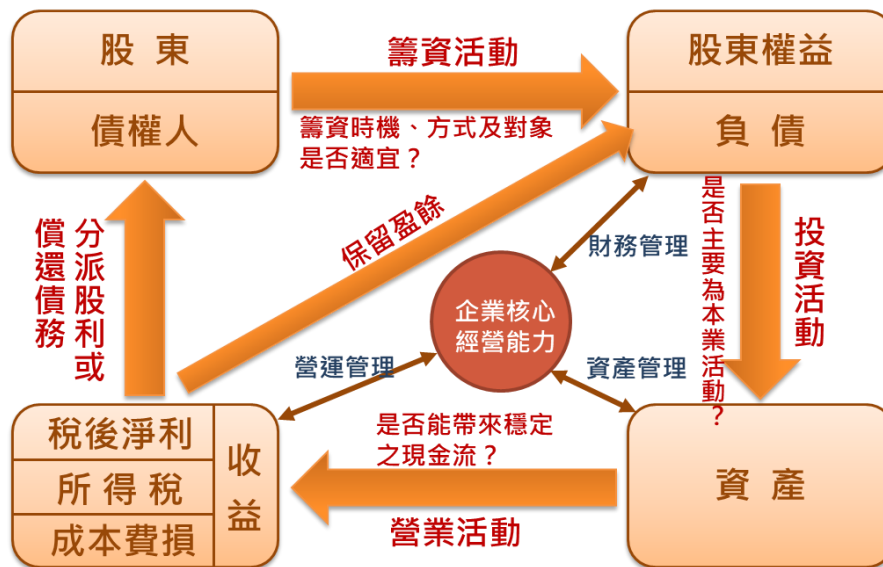


圖 3、萬變不離其宗的企業四大營運活動

1. 籌資活動：

我們都知道，經營企業開門見山都需要資金，所以需要透過籌資活動來籌募營運資金。而企業資金來源概分為二種，一種是投資人也就是股東的錢，另一個則是用借貸，也就是從債權人那借來的錢；而在籌資活動時，要特別留意的是籌資的時間、籌資的對象以及籌資的方式，而資金的考量，更需要考量到取得的「長短」、「快慢」與「高低」的資金管理六字訣。

所謂「長短」，就是創業者要能分辨資金是屬於長期資金還是短期資金，經營企業最怕以長支短，以短支長，資金亂用往往就容易發生財務危機，一不小心造成黑字倒閉的結果。

而「快慢」指的則是資金取得速度的快慢，像是尋求投資人的錢，往往需要經過一連串像是投資評估、投資協議與投資決策的程序，每個階段時間也不太一定，所以投資人的錢有點像是雞湯需要細火慢燉，才不致於燒焦。在台灣募資期程平均大概需要半年以上的時間，甚致募資一年或二年才成功也都算正常，所以要記得企業資源需求需要用倒推法，要提早啟動，千萬不要等到缺錢才找錢，否則一但資金燒光公司就會再見，或者有投資意願的話，你也會處在投資談判的弱勢。

最後就是取得資金成本的高低，要記得天下沒有白吃的午餐，所有的資金取得都會有成本的概念，像是你跟銀行借錢，手續費、開辦費和利息就是你的資金成本，而個人認為，跟投資人拿錢其實成本最高，因為你必需把「部份」的公司讓予投資人，當然投資人跟你共同承擔經營企業的風險，同樣的當企業經營成功，投資人會依持股比例跟你同享成功的喜悅。

本階段評估考量的重點：(1)公司短、中、長期營運計畫與資金需求；(2)企業啟動籌資時機始點、籌資對象及資金來源管道與方式；(3)資金取得對股權結構、財務結構及財稅可能造成的影響。

2. 投資活動：

在完成籌資活動後，於是公司有了資金，可以準備摩拳擦掌好好的衝刺一下事業，開始投入研發、生產或製造，簡單說這個階段就是在燒錢，所以在這個階段對於經營企業時的每一個支出，其實都是一個投資活動，而在投資活動的過程，建議應該要注意二個評估面向：一個是投資回報的可能性與大小，第二則是投資回收的速度；一般來說，在企業早期階段，在資源有限的情況之下，每一分錢應該要做好最妥適的投資規劃，每分錢都要花在刀口上，儘量避免無謂的開銷或支出，每花出一分錢，都必須要思考是否能為公司未來的財務帶來收入。

本階段評估考量的重點：(1)資源應配合公司營運發展的規劃作最佳分配；(2)應多評估投資時點、投資的方式以及執行者；(3)進行各項投資效益的評估並做適時的回饋修正。

3. 營業活動：

接下來，公司好不容易完成了服務/產品的開發或量產，開始累積了公司資產/存貨，此時最重要的是能把公司的資產變現、進而創造營收；根據美國 CB INSIGTS(www.cbinsights.com) 公司的統計資料來看，將近有 42% 的企業因為沒有找到市場需求，最後失敗收場，所以營業活動最重要的關鍵，應該是在創造穩定、持久的現金流；而企業營收的大小，則跟切入市場的大小、切入市場的策略、定價的考量與成本的管控、服務週期、可能衍生的風險都會有連動的關係。

本階段評估考量的重點：(1)市場景氣可能的波動、產業生態系統的變化，或是競爭者的進入；(2)適時的企業營運績效評估及獎勵措施；(3)營運模式的創新與調整因應。

4. 盈餘分配活動：

企業一旦創造出營收之後，扣除成本、費用、損失以及稅金後，若有盈餘則需要進行盈餘分配或清償債務的評估與規劃，到這個階段來看，股東無不期待企業可以為股東帶來最大的投資效益。一旦盈餘分配完畢後，公司尚有資金可運用再投資者，這種可稱之為具有自由現金流的企業，屬於有自籌能力的公司，就如同我在文章前面提及是投資喜愛的投資標的。

本階段評估考量的重點：(1)符合股東合理報酬的期待；(2)適時適量的員工激勵措施；(3)對於未來資金的運用與可能的稅賦考量。

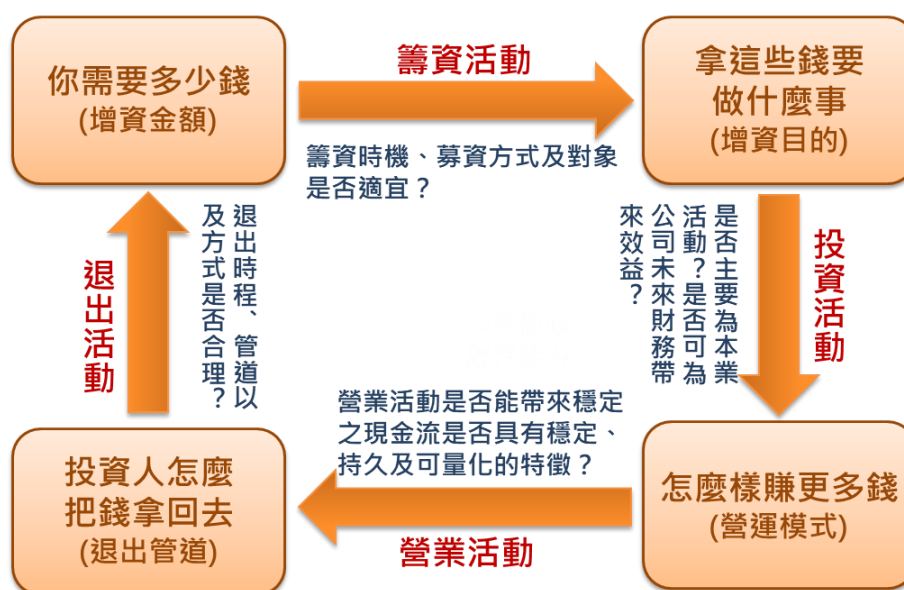
以上說明了企業經營管理的四個重要活動，當然從這個四個活動構面中，不難看出企業核心能力來自於：(1)加強財務管理能力，提升資金運用效率；(2)加強資產管理能力，提高資產周轉率；(3)加強銷售管理能力，提高銷售淨利率；(4)強化負債管理能力，來降低資產負債率。

所以經營管理做好，內部籌資能力夠，理所當然就會是好的投資標的，否則賣股票只會愈賣愈便宜，而總資產報酬率(ROA)、資本回報率(ROIC)、股東權益報酬率(ROE)三者是等效的，需要具備一定的水準，才能擁有內部籌資的能力。

企業經營管理與募資的關聯性

其實，各位可以發現，在募資時對投資人的交代過程中，跟企業經營的四大活動有著很密切的關聯性，同時也是投資人在投資評估時相當重要的指標。史蒂芬看了很多朋友在募資的簡報或

計畫書通常都會很認真的交代團隊的經驗、核心技術或能力等，但卻往往沒有交代投資人進行投資評估時很重要的一些資訊(或著根本沒想到要交代)，所以在和投資人互動的過程中，需要耗費很多時間進行互動與瞭解，徒增投資評估的時間和成本。



圖四、企業經營管理與募資的關聯性

建議有募資需求的團隊在找投資人前最好能先想好以下四件事，會讓你在募資時降低溝通上的成本，提高被投資的可能性：

1. 這輪募資需要多少資金（增資額度）：企業經營者一定要有財務管理的概念，對於企業未來資源的配置以及未來營運週轉的需求一定要有評估與瞭解；簡而言之，就是企業要估評一下對於未來二至三年的發展的資金需求，扣掉你目前口袋有多少錢，加上合理的營運週轉金，大概就是你需要跟投資人募資的額度。當然增資金額、投資條件，還有釋股比例都會有直接連動的關係。另外募資活動要留意募資的時間、對象跟募資的方式。
2. 拿這些錢要做什麼事（增資目的）：就是你拿投資人的錢之後要做什麼事才會讓公司達到預期的目標。清楚交代增資目的也可以讓投資人更能評估資金的用途是否合理。而投資活動就要特別留意是否為本業主要活動？是否可為公司未來帶來財務效益？
3. 做這些事之後為什麼有機會賺更多的錢（營運或獲利模式）：投資的目的當然就是要將本求利，所以一定要說明你的賺錢模式，例如你切入的市場有多大？怎麼接觸客戶？客戶為什麼願意掏錢買單等等？營業活動是否能帶來穩定的現金流，另外營運模式是否具有持久及可量化的特徵？
4. 最後請記得一件事，投資人投資你的第一天，就大概已經把退場的規劃做好，如果投資你沒有退出的機會或期待，一般投資人是不会參與投資，所以要讓投資人知道有可以下車的規劃（退場時機與方式）也很重要，如可能退出的時間、方式和管道最好都能交代清楚。

經營管理做得好營運資金沒煩惱

通常來說，如果企業經營者能認真投入經營好一家企業，自然就會創造出好的營收，有亮麗的營收公司自然就會有自籌能力，而公司的股東會更認同企業的價值，也成為投資人心中相當值得投資的企業，進而形成一種良性的資金循環，所以，企業經營管理做得好營運資金自然沒煩惱的意義也在此。

另外，企業經營管理沒有做好所產生的危機，某種程度也是投資管理產生的風險所在，我常在演講時開玩笑，企業管理有三怕：呆帳、呆料、呆人，然後從投資的角度，企業經營者要很在意的是轉換率，像是資產的報酬率、投資資本的回報率以及股東權益報酬率，所以，強烈建議創業的朋友們，永遠要記得公司的每一分錢（籌資活動），是否真的花（投資活動）的到位，是否能為未來的財務報表產生效益（營業活動），應該是企業能否永續經營的關鍵。

這邊提供幾個史蒂芬·賴所觀察企業常見在經營管理發生危機的症狀：

1. 公司找到投資人或拿到大訂單就馬上換又大、又新、又花很多錢裝潢的辦公室。
2. 經營者只重視市場與營收擴張，而不重視產品經營與創新。
3. 不重視經營層面各種重要的投資報酬與轉換效率。
4. 企業尋求曝光度比真實市佔率重要。
5. 常常花幾仟萬元只買回幾百萬元的營業額。
6. 公司變成 SI，所有環節都外包，缺乏企業核心競爭能力。
7. 辦公室裡有太多無關本業、也無益管理的玩具。
8. 很多的花費，並不能在未來財報上產生效益。
9. 什麼是緊急跟什麼是重要的事傻傻分不清。

暫結

最後，想跟大家分享，企業經營管理其實也是投資人進行投資評估的重點！我在很多場合談募資時，一開場會問在場所有人，您們覺得成功募資的要件是什麼？中間有很多的答案，如：找到志同道合對的投資人、做好吸引投資人的募資簡報或計畫、做好股權規劃等，上述所提到的答案都是對的，但若從我的角度，我會認為成功募資要件的答案是：「不要募資！」

為什麼募資成功是不要募資，因為，你愈急，投資人愈不急；你愈不急，投資人愈急，所以如果能做好企業基本面與經營管理，基本上公司就會有自籌能力，投資人一定會自動登門拜訪，相信也容易取得更好的投資條件。

本文作者：賴荃賢（中華創業育成協會 秘書長）