



Value Sweep

Mapping Corporate Growth Opportunities

如何评估 企业增长机会

(美) 马莎·阿姆拉姆 著
(Martha Amram)

王朝阳 等译

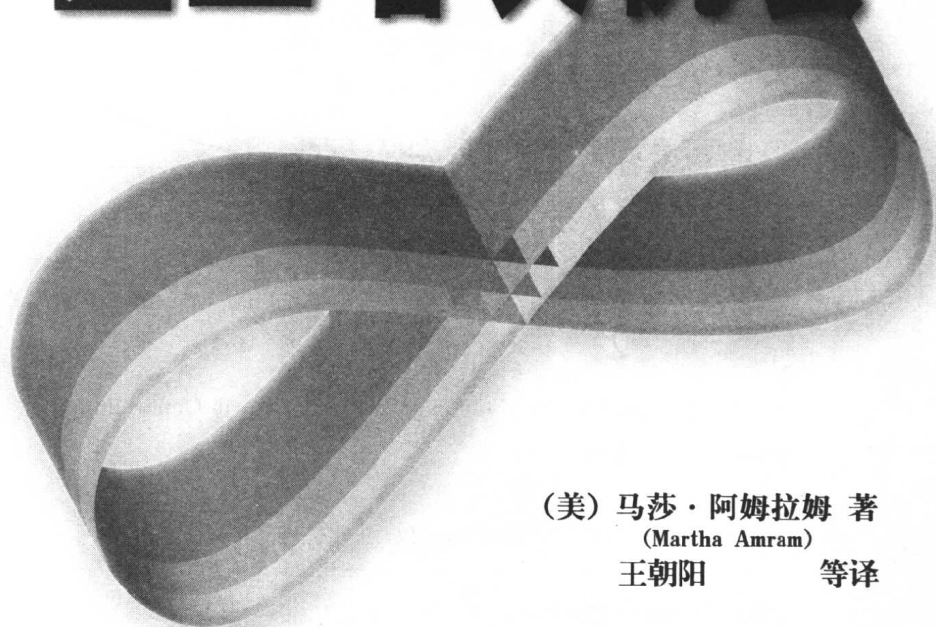


机械工业出版社
China Machine Press

Value Sweep

Mapping Corporate Growth Opportunities

如何评估 企业增长机会



(美) 马莎·阿姆拉姆 著
(Martha Amram)
王朝阳 等译



机械工业出版社
China Machine Press

Martha Amram. Value Sweep: Mapping Corporate Growth Opportunities.

Copyright © 2002 by Harvard Business School Publishing Corporation.

Chinese (Simplified Characters only) Trade Paperback Copyright © 2004 by China Machine Press.

All rights reserved.

本书中文简体字版由Harvard Business School Publishing Corporation授权机械工业出版社在中华人民共和国境内独家出版发行。未经出版者书面许可,不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

版权所有,侵权必究。

本书版权登记号:图字:01-2003-0280

图书在版编目(CIP)数据

如何评估企业增长机会 / (美) 阿姆拉姆 (Amram, M.) 著; 王朝阳等译. - 北京: 机械工业出版社, 2004.3

书名原文: Value Sweep: Mapping Corporate Growth Opportunities

ISBN 7-111-13677-2

I. 如… II. ①阿… ②王… III. 企业管理 IV. F270

中国版本图书馆CIP数据核字(2003)第120094号

机械工业出版社(北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑:李玲 版式设计:刘永青

北京牛山世兴印刷厂印刷·新华书店北京发行所发行

2004年3月第1版第1次印刷

787mm × 1092mm 1/16 · 14.25印张

定价:32.00元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页,由本社发行部调换

本社购书热线:(010) 68326294

投稿热线:(010) 88379007

序 言

我感觉，说大多数经管类书籍令人失望会得到热烈赞同。据我个人的经验原因在于存在有四个方面的冲突。

首先，我毕业的学校在对风险估价和定价方面的最新研究在其想像力和精确性上是惊人的。我所学到的那些伟大的思想改变了公共政策和金融市场，但是，像我后来所发现的那样，这些概念在公司领域中并没有得到广泛的应用。

第二个方面是战略咨询。与大公司合作进行重大的风险决策时，我所用到的工具是丰富的，但是客户很迷惑。是的，方法必须为那些困难的问题——建造化工厂，改造关键产品的技术，为知识产权进行定价——提供好的答案，但是顾问离开后，工具就变成了黑箱。风险项目是增长的关键，但对那些拥有机会的人来说，它们的价值仍然是不明确的。

第三，我在创业公司工作时注意到，创业公司和那些业已建立的公司之间完全脱离。有经验的企业家和风险资本家使用有关风险性增长的语言，这有助于每个人快速找到价值的主要动力，并且迅速放弃那些没有足够价值的想法。这种语言，共同的框架，以及行动的趋向，本来是应该对我的公司客户有所帮助的。

这是些片断而又给人挫败感的经历，但同时又是概念水平上的一场斗争。在冲突的方面中，第四个也是最后一个，是看着管理者努力理解和量化增长机会的价值。管理者确实不喜欢当前评估工具所要求的繁重工作，他们的意图是真诚的，但也是很容易被挫败的。我所遇到的管理者这样形

容这本书：这种方法创造了简单易用而又可信的评估工具，可以用于在不同的增长机会之间进行比较。

这本书阐述了一种新的评估方法，写出来是为了达到三个目标：

- **在增长机会的价值之间进行标准检查和比较。**对经济状况有着清晰的描述，我们能够更好地收集到强大的公司增长所要求的稀缺资源。
- **把个别增长机会的价值与公开市场评价结合起来。**这为创新的方法——如金融、保险以及增长项目的货币化敞开了大门。
- **用简单清晰的方法代替复杂的计算。**有着可信而又能被广泛理解的价值描述，员工和金融资源都会被吸引到增长机会中。

谁应该读这本书

这本书是为这些人写的：不想成为价值评估专家的管理者，想用一套简单的计算方法衡量替代战略的战略专家，在那些要求得到批准的各种创新之间进行比较的CFO和商业组织的领导，以及那些试图领会和使用好想法的MBA学生。人们要求得到可信、透明、简单易用的评估方法，以处理各种增长机会。

本书的读者都有着行为偏好，有能够帮助他们开发新产品、新市场以及建立新公司的工作。尽管行业和工作性质有所不同，需求是一致的。适合读这本书的读者包括：

- **处于十字路口的管理者。**这包括CEO、CFO、商业组织的领导、那些致力于增长和新风险的领导者。处于十字路口的管理者必须做出艰难的选择——“是把资金投入到这个项目还是那个项目？”——需要一种方法在常规业务增长的价值和风险与新想法的价值和风险之间进行比较。
- **支持位于十字路口的管理者的工作人员。**你的老板在读这本书，当然你也应该读。这里介绍了一种赋予增长的价值和风险以生命的方法。你

可以利用这本书来提出替代战略并对机会进行快速总结。借助于 www.valuesweep.com 可以使这一过程更加简单。

- **股票分析师。**许多分析师要写割裂的分析报告。他们用简单的数量模型来得到目标股票价格，同时，那些明显而又有趣的增长机会是由充满数字的文字进行描述的——但它们从来没有被转换成价值。这本书的目的就在于为分析师提供一个快速而又明智的方法来量化增长机会。
- **与股票分析师和投资者打交道的管理者。**你的公司有一些有创意的早期项目，目前的业务又做得很好。有创意的项目未必有结果，但创意还是有一些价值。华尔街的预期是怎样做出的？同时，如果当前业务不能达到目标，评论家对此的反应是苛刻的。他们反应过激了吗？本书的内容有助于你寻找到这些问题的答案。
- **财务人员。**公司希望做出正确的决定，选择那些能够增加股东而不是其他人收益的战略投资。问题是他们的评价框架与新商业机会的复杂性不一致。数量化的分析一再拖延，由于战略原因不得不在没有考虑价值的情况下做出重要决定。由于增长项目如此令人兴奋，通常是盲目的乐观占了主导地位。作为一个补救，本书为如何把增长战略转换为价值提供了清晰的逻辑。利用前后关系、透明性和直觉，财务人员能够使增长机会的困难决策更加可信，并加速这一过程。
- **投资者。**网络最繁荣的时候，在美国股票市场上交易的大约20%的公司是不盈利的。大范围的投资者现在必须做一些天使投资者和风险资本家有些时候已经做过的事——量化盈利前增长机会的价值。利用本书的内容可以对股票价格进行反向计算，其中的例子表明，在哪些阶段市场会低估或高估增长机会中的企业价值。
- **那些希望金融资源对增长机会有所帮助的人。**在许多私人市场上，价值是不透明的。因此，对价值存在不同的预期，这经常会阻碍谈判的进行，甚至会破坏、扼杀交易。对那些拥有增长资产的人以及能够为其进行创新性融资的人来说，本书的方法创造了一个共同的参考点。

- **审计员。**这本书提供的框架可以把私人资产与公开市场评估以及增长资产的市场标价结合起来。无形资产构成了公司价值的主要部分，而增长机会在无形资产中占了很大比重。对无形资产的评估有着广泛的争论，但还没有一个清晰和广为接受的方法，我希望这本书是前进的一步。

实物期权：卓尔不群

3年前，我和波士顿大学的纳林·库拉蒂拉卡（Nalin Kulatilaka）共同写了一本实物期权方面的书《实物期权：不确定性环境下的战略投资管理》（*Real Options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World*，机械工业出版社出版）。我们看到，对管理者来说，实物期权是一种强大的思想武器和有用的评估框架。写作《实物期权》的目的是在学术研究和管理中的问题之间建立一座桥梁。（实物期权方面更多的资料可以参考 www.valuesweep.com。）

我们的书与实物期权其他方面的著作抓住了问题的本质。实物期权的概念横跨了战略和金融领域，管理者一个共同的反应是，“我只知道这个项目有价值，现在我还知道它有一个内在的实物期权。”

不幸的是，新的想法经常过于复杂以至于不能被广泛接受，实物期权进入商业领域时就是这样。在一些公司内，实物期权的提倡者要求管理者花时间来学习偏微分方程这一期权定价的基础。在另外一些公司内，详细、由手工完成而又高度不透明的实物期权模型被用来证明投资决策是正确的。除了报告的作者，其他人对此都不了解。实物期权遇到了我称之为“二度使用难题”（second date problem）的问题：作为一个研究课题或一个项目来说，实物期权是很有意义的，但它不能在公司内部应用，不存在二度使用。

《实物期权》出版之后，在与SDG（Navigant咨询公司以前的战略咨询部门）决策分析的工作人员共同工作时，我获益良多。几年来，在面对来

自于产品市场、技术以及管理惯性方面的风险时，这些顾问帮助企业做出高质量的战略投资决策。SDG中的这些人使我了解到实物期权的最新内容，还让我知道哪些内容是决策分析这一领域已经研究过的。

从这些经验中，我得出两个与实物期权相关的结论。首先，在许多应用中，实物期权并不是正确的工具。我将在这本书中提出这个问题，并说明如何把实物期权与其他方法结合起来。其次，决策分析（包括决策分析与实物期权相结合）是一种非常广泛的方法，可以处理许多具体问题，但这些具体问题经常会掩盖了基本原理。贯穿本书的一个主题是，实物期权要能够被应用，必须被理解，这要求简单的计算和很强的可读性。总之，我认为《如何评估企业增长机会》是对《实物期权》的一个自然过渡。

预期投资

这本书多次提到的《预期投资》(*Expectations Investing*)，是由我的同事迈克尔·莫布森 (Michael Mauboussin) 和阿尔·拉帕波特 (Al Rappaport) 共同写作的。《预期投资》建立了一套清晰的评估框架 (本书第3章所使用的)，并说明了如何得到内在于股票价格的预期值。《如何评估企业增长机会》关注的是增长机会，要用到市场预期来更好地评价私人资产。非常荣幸能与迈克尔和阿尔合作完成第4章的草稿，这与他们书中的第8章有所重合。

致谢

首先，我要谢谢编辑Kirsten Sandberg和Jacque Murphy。他们对本书的构思和支持是不可动摇的，也是非常宝贵的。他们好像曾经去过培养编辑们怎样优雅地在胡萝卜和大棒之间进行转换的专业学校一样——并且还很好地掌握了这门课程。谢谢他们。

《实物期权》(*Real Options*) 一书出版后的几年里，在分享纳林·库拉

蒂拉卡和一群有见地而且精力充沛的人们所提出的思想中，我一直有着精彩的经历，许多交流和经验在这里都有所反映。谢谢纳林、John Henderson、Cyrus Remezani以及我以前在Navigant咨询公司的同事——Jim Matheson、Jeff Foran、Udi Meirav、Jerry Caciotti、Rishi Varma以及Dave Macway。特别感谢David Fishman，在许多概念和问题上，他一直是一位很棒的宣传者和忠实的读者。

我还要深深地感谢Alan Jung。Alan一直都参与了这些讨论，在实物期权应用上与我紧密合作，并且仔细阅读了本书早期的一些草稿。许多匿名评论家也提供了早期有帮助的反馈。

在我写的这本书中，经常会有一次谈话、一顿午餐能明显改变本书内容的表述方式和组织结构。谢谢Blake Johnson那次特别的午餐。Blake的评论覆盖了他自己的独特视角（从斯坦福大学的教授到创业公司的创始人），使得这本书更加有用。

Laura Martin和我共同完成了第10章的原始工作。她对创新评估方法的精力和热情让我非常感激。她永不满足的好奇心，更深一步的愿望，以及华尔街式的不耐烦促使我不断前行。因为这些，本书更加完善。谢谢她。

迈克尔·莫布森一直从华尔街为实物期权提出富有思想的建议。写作需要打开思路，我很高兴我以前的书能与他有所交汇。阿尔·拉帕波特，《预期投资》一书的共同作者，仔细阅读了本书早期的草稿，并在编辑上给予了重要的提醒，在此表示深深的感谢。

在写作这本书的过程中，我有幸得到了Vera Scalia的帮助，他合格而又幽默地在手稿和图像上给予了支持。Kyle Kim在研究上也给予了帮助。带着对细节难以置信的关注，Richie Ganitsky在写作的后期给予了坚决的支持。Marc Igler和Jennifer Cray在编辑上给予了最后的支持。哈佛商学院出版社的Jane Bonassar配合了本书的出版。还要谢谢那些听取本书草稿陈述的公司、个人以及以前的客户，包括Ron Beaver，Pharsight公司的Bill Poland，MIPS公司的David Avny，Aurigin公司的Paul Germeraad，以及来

自In-Q-Tel公司的员工。

有一个特殊群体向我描述了增长机会未加修饰和难以言喻的美，这些人来自Vocomo Software这一年年轻的创业公司。非常感谢Mitsuru Oshima、Mike Inman、Luke Hohmann，特别是Danny Lange和Nick Arvanitidis。这一群人之中有三本书的作者和三位博士。非常感激他们对本书写作的耐心和理解。Oshima曾和我说：“能有机会写一本书是一项特别待遇。”他是正确的，能和这个群体一起工作也是一项特别待遇。

家庭成员为作者付出了很高的成本。尽管有许多不便，我的孩子Oz和Aurelle，一直都是啦啦队队长和支持者。我的丈夫Yosi，曾参与了两家公司由创业到上市的全过程，对马拉松式的企业增长非常熟悉，但还是继续给我们的生活带来乐趣。Yosi有帮助的鼓励意见一直都是“快结束这本该死的书！”谢谢他们所做的一切。

作者简介

马莎·阿姆拉姆（Martha Amram）是一名在公司价值和公司战略方面非常有经验的管理顾问。她领导的战略咨询小组遍布从消费品到能源再到高科技行业的各个行业。

阿姆拉姆目前是Vocomo软件公司的首席执行官，这是一家提供软件和语音应用服务的公司。在这之前，她是Navigant咨询公司管理方面的主管，在那里她为大规模的风险投资建立了一套评价和制定决策的方法，并领导职工股票期权互换的项目设计工作。她还是Glaze Creek合伙公司的共同创始人，这是一家提供以实物期权为基础的战略和评价服务的咨询公司，1999年阿姆拉姆把它卖给了Navigant公司。

阿姆拉姆曾获得麻省理工学院的应用经济学博士学位，曾经在几个创业公司的董事会中工作过。她是《实物期权：不确定性环境下的战略投资管理》（*Real Options: Managing Strategic Investments in an Uncertain World*）（1998）一书的合著者，这本书已经被翻译成五种语言（中译本由机械工业出版社出版）。有关她的资料可以从www.valuesweep.com中查到。

目 录

序言
作者简介

第 1 章 价值图	1
第 2 章 了解增长机会	13

第一部分 扩展工具箱

第 3 章 现金流贴现：评价持续增长	25
第 4 章 实物期权：评价扩张机会	37
第 5 章 决策分析：设计增长机会	51

第二部分 评价增长

第 6 章 特制的评价模板	67
第 7 章 评价阶段性增长	81
第 8 章 风险资本的增长价值基准	95
第 9 章 进一步透视市场价格风险	111

第三部分 理解价值更新

第 10 章 向华尔街展示价值：电影公司	125
第 11 章 评价非单纯的想法：知识产权	139
第 12 章 选择投资：信息技术	151
第 13 章 创造可信的增长动力	165

第四部分 尾 声

第 14 章 领导增长机会	183
第 15 章 在价值图上做标记	197
附录A	201
术语表	209
参考文献	213
译者后记	215

第 1 章

价 值 图

从普通贸易到电子商务再到公司风险资本，现代公司面临着广泛的增长机会。大公司每年要从10 000个资本投资决策中挑选出2 000个，然而却缺少可信的价值增长计划。本章讨论一种透明的评估方法，它可以评估各种增长机会，并把公司内部评估和金融市场对增长的定价结合起来。一种评估增长的新方法需要有意义的对比：让我们把公司增长机会放在一张价值图上。

三家公司，三个问题

2000年春天，宝洁公司(P&G)的市场价值大幅缩水。以出售尿布、肥皂和其他家庭消费品为主的P&G公司是一家典型的已开业的公司。但是它在6月上旬宣布，公司连续在第3个季度无法达到华尔街对其销售和利润的预期。P&G同时宣布将更换首席执行官并改变经营策略。它允诺不再开发大量新产品，而是致力于提高当前产品的销售和利润。P&G的市场价值下降了35%。

如何比较新产品及创新带来的价值增长与执行现有业务的价值

对于网络咨询公司来说，2000年是难熬的一年。Viant公司发现它的市场价值从2000年春天20倍的年收入下降为一年后还不到一倍。当年，其他网络咨询公司

也同样经历了价值下跌，因为华尔街改变了关于网络促动增长的预期。2001年，KPMG和埃森哲（Accenture）公司公开上市时的价值不到年收入的一倍——这些公司在一年前本应拥有更多价值。

以网络增长预期为基础的评估背后是否存在基本原理？

是否存在一种确定和跟踪增长价值变化的方法？

MIPS技术公司生产并出售它的知识产权。MIPS不生产那些我们能实际触摸到的商品；它的微处理器设计含在其他公司的产品中。MIPS的设计内容包括电子游戏、把柄设备驱动程序和网络设施。微处理器设计不存在一个“价格”；这家公司自己决定和制作其知识产权许可证的条款与条件。2000年，该公司收入为8 900万美元，而它的市场价值在一年中从未低于10亿美元。

知识产权的价值是什么？

以出售思想而建立的商业模式的价值是什么？

上述3家公司面临的问题是典型的现代公司所面临的发展难题，同样典型的还有它们价值概念的模糊。看上去，这些例子来源于截然不同的高科技产业和技术含量较低的产业，这些问题跨越了不同的领域。在P&G公司，授予许可的高级职员们为P&G公司知识产权的价值而奋斗；在MIPS公司，经理们为金融市场如何评价他们的研究和开发途径而担忧；而在KPMG公司，高级经理们研究技术的变化和它怎样在下一浪潮中推动价值增长。增长有多种形式，我们需要一种能够比较各种机会的价值的方法，这一过程中我们需要一张价值图。

评估模型是一种语言和一面透镜

有一个简单的例子可以证明公司价值中增长机会的重要性。选择一家上市公司并了解其现在的收益，假设其收益永远停留在该水平上。用你最常用的评估模型计算这家没有增长的公司的价值。比较你愿意为这家没有增长的公司的股票所支付的价格和股票的现行价格。具有代表性的是，计算出的没有增长的公

司价值是增长公司市场价值的1/4或1/5。^① 绝大部分市场价值表现为未来增长机会的价值。

你能否描述出支持增长价值的增长机会？

你是否有合理的数据支持？

虽然很简单，但是这个简略的例子常常是困难的。增长机会是不确定的，它们需要在一个动态的环境中运用。增长取决于适当的资产、管理队伍的才干以及许多从公司外部看不到的其他因素。任何评估方法都笼罩着这片乌云，但是假设它并不存在，而用完全的信息代替。那么，你是否能够描述出增长的路径？或许你做不到。价值中有很很大一部分是增长机会，但是我们缺乏一面观察其结构的透镜、一种描述其特征的语言以及量化其价值的工具。

当前评估工具中的问题

评估工具需要能够组织信息，并且能够确定一个好的评估结果的必要条件。我们当前的工具在两个方面都没达到，它们忽略了增长机会的关键特征，而且它们不能为可靠的结论提供分析框架和过程。下面是一些关键问题：

- **最重要的增长不确定性被忽略了。**在我工作过的一家公司，财务人员在战略决策制定过程中被逐渐排除掉了。当在成熟的商业活动和稳定的市场中应用时，他们的分析是完善的；但如果面对的是新市场、新产品和不完善的技术时，他们的分析则不适用。
- **过多晦涩难懂、不透明和专门的模型。**向电子商务顾问询问如何评价处于供应链条基础部分的投资。接着，询问无形资产专家。然后再询问金融学教授。毫无疑问，所有的答案看上去都是严密的。这些报告晦涩难懂，但答案却互不相同，而且无法比较。

① 这个结论的成立需要做几处修改：用现金流而不是收益；考虑到分析家的预测而不是假设没有增长；考虑到公司的长期增长率。无论如何，已知增长机会的价值通常要远低于股票价格。当然，其中差异的大小会根据行业 and 随着时间而变化，但基本点是一致的。相关例子可以从 Richard Brealey 和 Stewart Myers 的著作 “*Principles of Corporate Finance*” (New York: McGraw-Hill, 1996) 第5版第71页，以及 Janice Revell 的论文 “*Forget about Earnings*” (《财富》，2001年6月11日) 中找到。

- **增长计划和股东价值之间没有联系。**感觉上，那些复杂的、以技术为动力的计划好像是在另一个星球上，对股票价格没有任何潜在的影响。甚至更糟糕的是，每个计划似乎只在自己的星球上，而与其他的增长动力相分离。
- **增长机会价值与股票市场定价之间不存在联系。**把增长机会看做成长过程中的孩子和青少年。如果成熟而且持续增长业务的股票价格发生变化，难道这不会影响到仍在成长的项目和企业吗？
- **缺少基准。**对于每一笔交易，我们都会比较现有交易和以前所做交易的价值。比如，处于产业周期高峰的交易的價值，与处于下降期的相同交易的价值相比较。这种比较很有意义地说明了股票市场评价的变化、公司的进步，等等。从长远观点出发，这些评价工具和数据应该按一种开放的方式来校准和修订，进而让所有人都能理解。

错误的透镜有损增长

没有透镜与错误的工具不只是一个建模问题。没有可靠的评估方法，只会减少增长：吸引资源——金融资源和其他资源——来执行增长机会的能力依赖于所有人都懂得价值是如何被创造出来的。例如，本书后面所研究的几家公司，诸如米高梅和阿纳达科石油公司，在采取了能够明确表明其增长机会价值的大胆行动后，已经吸引了新的融资。在其他情况下，金融工具的发展依赖于对增长机会清晰的理解。例如，滚石明星大卫·鲍伊（David Bowie）发行了一种用将来歌曲版稅支付的債券（参考第11章）。这种证券化的过程增加了增长机会的资金，并最终刺激增长本身。

可靠评价工具的缺乏如何伤害增长，这样一个清晰的例子来自风险投资行业。经历了多年的繁荣之后，2001年，风险资本家停止了对新公司的投资。一个风险集团责备他们在没有了解候选创业公司的价值时就停止了行动。但更常见的情况是，风险资本家对股票市场的衰退做出反应，并对创业公司给出较低的评价。与当前的融资相比较，这些在情绪上更依靠自身努力的创业企业家感到了待遇的不公平。

一个透明的评价工具，诸如在第8章中描述的那个工具，将允许对股票市场价格和风险投资评估之间的联系进行理性的讨论。没有那种框架或其他类似构架所促成的讨论，交易就不能完成。而如果没有交易，就没有增长。