

THE
McKinsey Quarterly

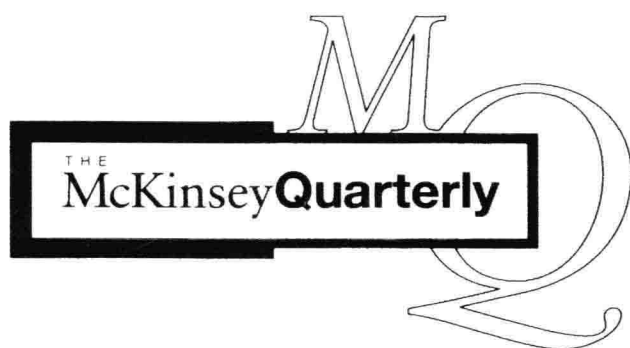
麦肯锡高层管理论丛

2000 年 企业金融专集

主编 欧高敦



经济科学出版社



2000 年企业金融专集

麦肯锡高层管理论丛

主编 欧高敦 (Gordon Orr)

编委 华强森 (Jonathan Woetzel)

孙 武 张 芳

谢国红

经济科学出版社

责任编辑:刘殿和
责任校对:董蔚挺
版式设计:代小卫
技术编辑:董永亭

麦肯锡高层管理论丛(2000年企业金融专集)

欧高敦 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址:北京海淀区万泉河路 66 号 邮编:100086
总编室电话:62541886 发行部电话:62568485

网址:www.esp.com.cn

电子邮件:esp@public2.east.net.cn

麦肯锡公司邮件:inquiry_china@mckinsey.com

网址:www.mckinseyquarterly.com.cn

新华彩印厂印刷

三佳集团装订厂装订

889×1194 16开 5.75印张 120000字

2000年8月第一版 2000年8月第一次印刷

印数:0001—4200册

ISBN 7-5058-2290-X/F·1682 定价:48.00元

(图书出现印装问题,本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目(CIP)数据

麦肯锡高层管理论丛. 2000 年企业金融专集 / 欧高敦主编;
美国麦肯锡公司译. - 北京: 经济科学出版社, 2000. 8

ISBN 7 - 5058 - 2209 - X

I. 麦 ... II. ①欧 ... ②美 ... III. 企业合并 - 企业管理
- 研究 - 美国 - 文集 IV. F279.712.3 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 42077 号

本期导读

全球市场和行业的日益开放,竞争的不断加剧以及科技的迅猛发展,都对企业的规模和能力更新提出了更高的要求。企业金融和资本运作因此而成为公司总裁议事日程上的头等大事。上市、重组/分解、联盟、购并等企业金融活动成为商界的热门话题。

麦肯锡公司在多年来的咨询业务中经历了全球不同地区的企业金融项目研究,在帮助客户制定一体化战略的同时,我们的顾问们不时将其中宝贵的经验和自己的见解付诸文章,本期专集选编了七篇不同领域的议题,与中国的企业界商榷。

“市场与战略”和“为什么要重视价值”从投资人的角度,分析了资本市场对待不同企业的股价与价值的反应。市场预期有无规律可循?怎样有效地影响市场预期?股东价值怎样才能最大化?是否创造股东价值一定要牺牲其他方的利益?等等问题都在这两篇文章中得到了尝试性的解答。

同时,在购并/分解等热门话题中,本集针对两个往往被误解的领域进行了探讨。“公司分解:值得一试”告诉我们在资本市场中,小有小的好处。由于运用跟踪股票、新辟股权和让产易股等方法,公司分解可以大幅提高年收益,为股东创造更高的价值。“再考察:通过

收购而获取增长”一文则针对杠杆收购公司的操作模式的分析，为意欲收购的企业提出一些实际的建议。

企业的终极目标在于创造价值。价值管理无论何时都将主导企业的成功与否，本集中的“确立董事会治理结构的价值”和“以价值为基础的管理”讨论了这方面的问题。“为形形色色的‘.com’估价”则采取创新的方式，试着回答新经济时代的一些价值评估的新问题。

本期的文章成稿于不同的年代，有的已被证实，有的还需时间和实践的检验。这也是麦肯锡孜孜以求的目标：在管理实践中不断推陈出新，虽然使命一如既往。



华强森

麦肯锡公司董事

目 录

市场与战略	(1)
-------------	-----

Kris Bruckner, Stephan Leithner, Robert Mclena, Charlie Taylor, Jack Welch

公司分解:值得一试	(12)
-----------------	------

Patricia L. Anslinger, Steven J. Klepper, Somu Subramaniam

确立董事会治理结构的价值	(24)
--------------------	------

Robert F. Felton, Alec Hudnut, Jennifer van Heeckeren

再考察:通过收购而获取增长	(31)
---------------------	------

Patrioia L. Anslinger, Thomas E. Copeland

为什么要重视价值	(43)
----------------	------

Thomas E. Copeland

以价值为基础的管理	(56)
-----------------	------

Timothy Koller

为形形色色的“.com”估价	(72)
----------------------	------

Driek Desmet, Tracy Francis, Alice Hu, Timothy M. Koller, George A. Riedel

市场与战略

Kris Bruckner

Stephan Leithner

Robert Mclena

Charlie Taylor

Jack Welch

对管理者来说，了解市场预期不易，要改变市场预期就更困难。然而两者都可以做到，不过使用的是科学方法而不是施展魔法。

许多管理者被市场上传来的种种相互矛盾的信息弄得不知所措。一家公司的经济效益取得了极大的改善，可是接踵而来的却可能是公司股票价格一落千丈。公司的业绩微微超过一致评估的水平就能把它的股票价格推上一个新的高峰，让管理者弄不明白他们怎么能获得市场所期望的不凡业绩。不管发生哪一种情况，他们都只能举起双臂，无奈地抱怨市场风云变幻，无理可说，只得按老路子做他们的生意。

鉴于市场惯于向逻辑常理提出挑战，许多管理者不采用全额股东回报 (total return to shareholders, 简称 TRS, 包括红利和股票增值) 作为他们主要的决策手

作者谨向麦肯锡战略评价小组的成员致谢，感谢他们对本文的观点所作的贡献，同时也对麦肯锡悉尼分公司的信息顾问的贡献表示谢忱。

选用衡量尺度

与传统的衡量尺度相比,把股票价格和 TRS 分离开来有它的长处,例如,这种办法可以让管理者知道预期中的业绩改善在何时出现为好,同时也可以把管理层过去为公司业绩所做的贡献分离开来。传统的衡量方法在这些方面都不能令人满意。

分析人员的预测是有用的,这样说有几点理由。首先,分析人员经常是与管理者一起来检验他们为公司所做的近期预期,而管理者总想避免过分乐观,以避免收益负增长带来的风险。其次,由于分析人员要同本行业中好几个公司的经理交谈,可以把其中一位经理的看法与其他经理的看法进行比较。

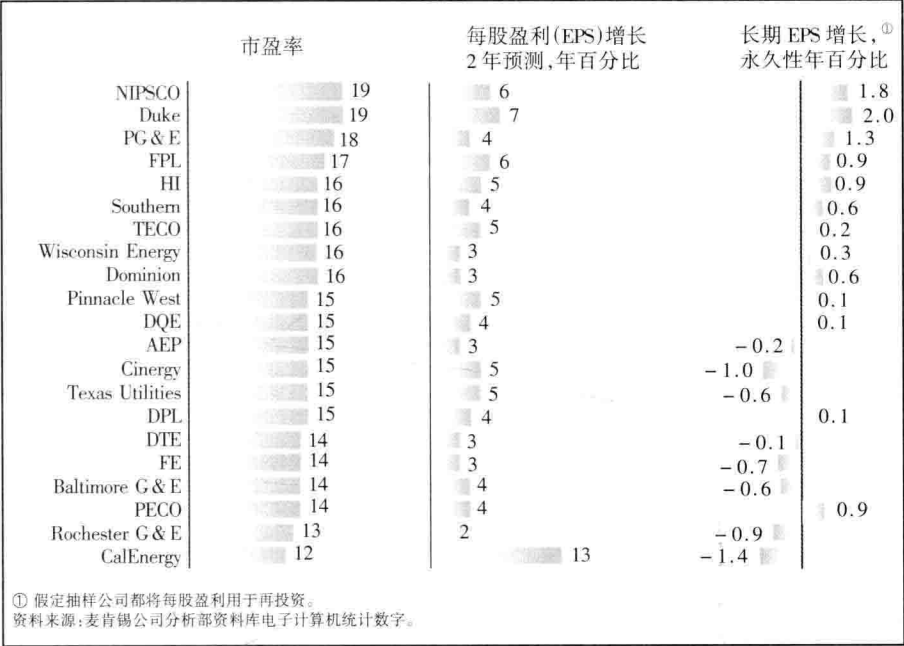
另一种衡量尺度是市盈率。这种标准也有几个优点:易于计算,大家在使用并且都能完全理解,而且这种标准已被公认是评价增长预期是否可靠的基础。即使如此,市盈率也有自身的一些局限性。市盈率不反映公司以往在取得市场预期的盈利方面的成就。这一衡量标准也不能区分经营性资产创造的盈利和非经营性资产带来的盈利,而且市盈率也不反映预期的效益应该在何时实现,这是一个重大的缺憾,因为将不同的公司作比较时,了解这一点比仅仅了解市盈率往往更为有用。

我们考察了一些美国的电气公司,并将市盈率与短期和长期增长率的估计作了比较,发现市盈率的差异很小:22 家被抽样的公司中有 16 家公司的市盈率在 14 和 16 之间,而这些公司在由此衍生出来的短期和长期增长预期的估计上却显示出较大的差异(见图示)。这说明仅仅依靠市盈率来进行对比评估充满危险。例如,一家同类公司的短期效益猛增,紧接着又急剧下降,可能说明其市盈率状况。由于你们的公司可能已经避免了这种问题的发生,该同类公司必然的市盈率短期反弹就不是一种适当的参照。

段,也就不足为奇了。他们通常采用融资后收益(postfinancing returns),主要是净现值(net present value,简称 NPV)和经济增值(economic value added,简称 EVA)作为衡量尺度。这种尺度的重点是现有业务的现金流和创造超越公司资本成本的

图示

市盈率与以时间为尺度的工具：电气公司股票，1999 年 11 月



经济收益的创新能力。

但是，经营一家公司就像管理一个体育团队。业主和体育迷都希望是一个赢家。不管你是否喜欢这样做，TRS 总是他们要用的计分法。NPV 和 EVA 则使你更清楚地意识到采用这种战略和进行这样的项目是否值得。但是，这些手段都不会告诉你创造优异的 TRS 所需要了解的东西，那就是你的最终业绩会不会超过市场的预期。

当然，大多数为公司的股票价格感到忧虑的管理者都懂得，传统的衡量尺度，如市盈率 (price to earning ratios, 简称 P/Es)，可以在某种程度上显示市场预期是什么：高市盈率表明他们需要强劲的增长；低市盈率则说明市场预期的是保持平稳或下降。不过，了解这些情况也不见得就能让管理者完全放心，因为他们并不知道他们的公司是否正走在满足市场预期的轨道上。

其实，这个令人困惑的问题的答案就在手头，就在我每天都要读的日报上，就在你们公司和竞争对手的股票价格中。不过，我们采用的信息分析法和传统的分析法有着重大的区别。这种方法不仅可以让你领悟传统方法提供的新内容，从而把市场上的魔法转化为科学，而且还是一种宝贵的战略手段（见嵌文：衡量尺度的选择）。

还有一种衡量尺度,叫做市场/账面值比率 (market - to - book ratio, 简称 M/B)。这种尺度并不显示市场预期的改善程度。高市价/账面比率反映的是企业当前的表现而不是预期的增长。另外, M/B 还反映这家公司所做出的有关是否拥有其使用的资产或者是否外包其经营职能的决定。

最后是市场增值 (market value added, 简称 MVA) 衡量尺度。这是一种通行的公司业绩记分卡, 它反映的是在股权成本基础上扣除了资本费用后的 TRS, 但 MVA 分不清哪些盈利来自短期利润的提高, 哪些来自长期增长。另外, 这种尺度不能排除金融市场变化对 TRS 的影响, 因此无法把来自经济效益变化的盈利分离开来。

投资者和分析人员对某个公司的短期效益作出明确的预测, 市场对公司的长期效益也会作出大致的估计。这些唾手可得的信息使你们有可能对市场预期的大小和时机都加以量化。通过认真分析市场对公司业绩的短期和长期预期, 并真正花力气来确定市场预期究竟是否正确, 那么你就可以了解市场对于你们的战略反应如何。

市场预期的是什么呢?

要想提高某个公司股票的价格, 就必须了解当前市场对它的预期是什么, 如果市场预期超过其战略能够实现的目标, 那么下一步就可能形势不妙了。如果其战略在市场上没有赢得足够的信誉, 那么就有可能使股民觉得意外地惊喜, 同时给该公司的持股人送一份可观的礼品了。使公司的股票价格上扬的关键在于提高对增长的预期, 尤其是对长期增长的预期。

市场是靠对某一公司当前的经营业绩及其短期和长期增长的预期来为该公司的股票定价的。市场指望从这两种增长中看到的价值其实是很容易确定的。首先确定该公司的股票价格中与市场对当前的业绩预期相关连的部分^①, 并确定与

① 理查德·布雷利和斯图尔特·迈尔斯在其所著《公司财政学基础》(Principles of Corporate Finance)一书中提出的有关股票价格的概念对我们的观点是有影响的。这是一本十分畅销的教科书。布雷利和迈尔斯认为, 股票价格反映的是 1) 水平盈利的现值; 2) 增长的机会。“水平盈利”被界定为在无增长政策下, 平均盈利的资本化价值, 也就是说, 盈利不用于再投资或支出。“无增长”的现金流动就是每股盈利 (EPS) 除以股票成本, 或称 EPS/r 。由于我们不把通货膨胀造成的每股盈利变化看成是促进增长的因素, 其答案就是每股盈利的“无增长”价值 $[EPS/(r-i)]$ 。这种计算方法的前提是假定在贬值情况下的投资足以维持当前的财政效益, 并假定非经营性资产不多。

将来的增长相关连的部分（即每一股的价格和当前业绩之间差异）。其次把预期增长的价值分为短期和长期两部分,前提认为是投资者和分析人员的短期预测是可靠的。我们把短期预期界定为市场对一家公司在特定的预测期内的业绩所作的估计,一般来说是 2~5 年。[普遍认定的盈利预测随时都可以从扎克斯投资研究所(Zacks Investment Research)这类机构获得。]长期预期反映的则是一家公司在明确的预测期以后的业绩。

如果该公司实现了分析人员短期预期的价值,那就把公司的价值与公司当前业绩价值作一比较,其差距就是短期增长带来的预期价值。公司短期价值和公司股票价格之间的任何差距都体现了长期增长的价值。这些对长期财务业绩的预期特别重要,因为它们构成市场价值的绝大部分(图示 1)。

掌握了市场对该公司短期和长期预期,就能够确定该公司在创造和维持 TRS 方面面临的主要战略挑战(图示 2)。

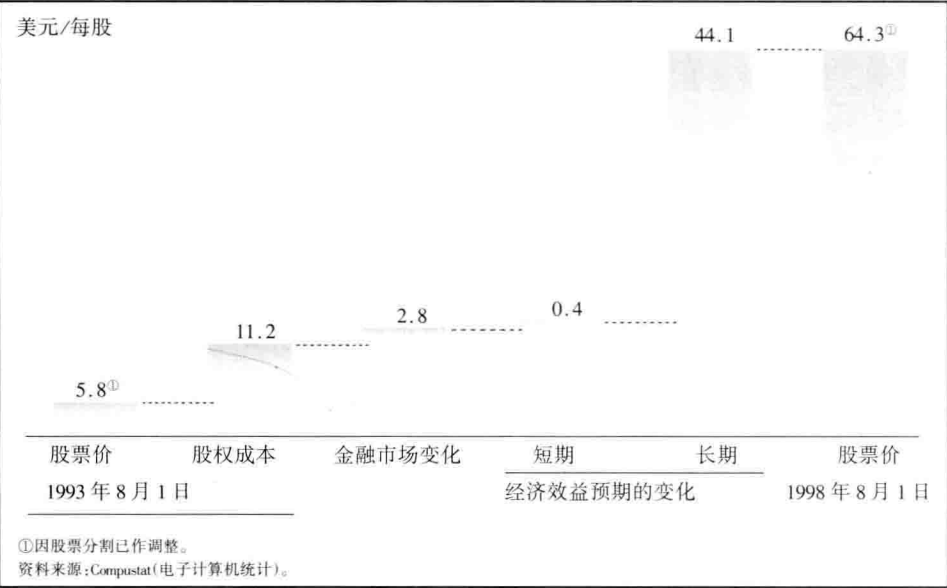
思科系统(Cisco Systems):高预期

思科系统的案例表明,对一家公司的前景长期保持充分的信心可能具有惊人的作用。思科系统是一家制造“路由器”(routers)和互联网读取设备(internet access equipment)的公司。这家公司在市场上造成了巨大的长期预期。在 1993~1998 年之间,思科公司的 TRS 中绝大部分来自预期的长期经济效益的变化(见图示)。在这 6 年间,思科的市值增加了 580 亿美元。虽然思科系统在实现或超过短期预期方面享有声誉,但是短期因素,如收益超过股权成本,较低的利率和短期预期的变化,只占其市值增长额中的 140 亿美元。总之,5 年预测期只占了思科公司价值的 5%。长期预期的变化构成了其余的 440 亿美元,占思科公司市值增长中的剩余部分。

市场对思科的预期意味着这家公司的收益从现在起到 2002 年将一直以 30% 的强劲势头增长——即短期预测期。在此后的 10 年内,随着国内生产总值的变化带来的长期增长,市场对思科系统作出了同样的预期。另一方面,市场预期其实是表明在 2002 年以后,这家公司将一直以 11% 的速度增长。这两种前景都有把握实现吗?假如思科的股票价格不高,那么上述两种见解之一也必定是有根据的。我们发现,“你不得不信”这种分析法在评估互联网股票的价值方面同样是有用的。

图示

思科系统 TRS 累进分解图



图示 1

公司可以分为四个等级，每家公司都会归入其中的一个等级。第一等级的构成“世界冠军”级公司。凡是这类公司，市场预期它们无论在短期还是长期都能超过其竞争对手〔见嵌文：思科系统（Cisco Systems）：高预期〕。

按行业的现金流动结构

现金流动现值(%)		今后 4 年	后续价值
制药业	11	89	
通讯系统	13	87	
出版业	14	86	
软件行业	16	84	
多元化经营	17	83	
零售业	21	79	
公用事业	25	75	

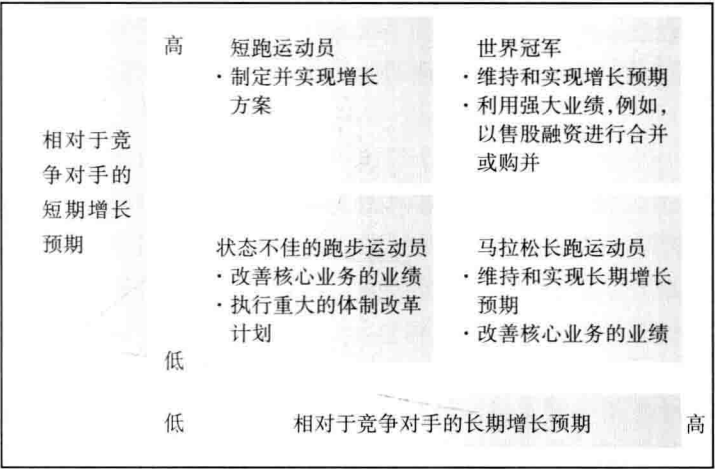
根据分析人员对 5 年每股盈利的一致估计绘制
资料来源：Value Line

这种高预期为管理者设置了一道难以跨越的障碍，因为仅仅为保持现有的股票价格就需要大幅度地提高业绩。公司必须采取充分而适当的行动才能兑现市场的短期预期，并保持市场对公司长期增长前景的信心。但是在提高 TRS 所遇到的真正难以应付的战略挑战在于公司必须超过高业绩预期。管理者必须把眼光扩大到公司现有远大前景之外，例如，重新确定公司的竞争领域，或者通过售股融资进行购并来发展业务，以求开发自身内部的预期。

从第二等公司那里，市场预期近期的重大变化，但相对来说仅限于眼前。这

些短跑运动员式的公司在成熟的行业中都是一些典型的扭亏为盈的企业。为了保持其股票价格,管理者必须确保他们已经充分地采取了行动,保证能够达到市场的短期预期。为了创造所需的 TRS, 这些管理者懂得为什么

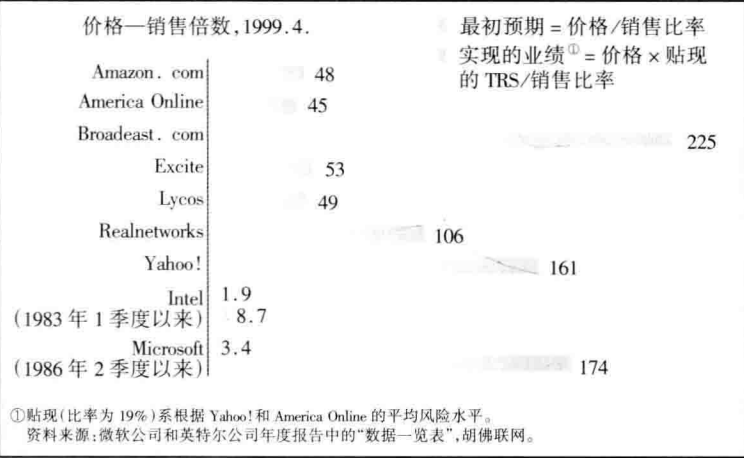
确定公司面临的战略挑战



市场总是预期他们的竞争对手会有更好的长期效益。是不是市场预见到他们的核心业务的长期效益较差? 是不是市场感到他们缺乏可靠的增长措施? 管理层必须尽力提出一个可信的长期增长计划,也许是将公司重新定位在长远看来前景更有吸引力的行业;或者建立各种增长机会,而这些增长机会可以提高公司的长期预期。^①

对互联网股票收益的固有预期

第三等公司,即马拉松长跑运动员式的公司的市场短期预期都较低,但长期预期却高。这些第三等公司包括许多互联网公司(图示 3)。这些公司的现有价值



评估所反映的业绩预期可与微软自 1986 年上市以来的最佳业绩相比(所实现的 TRS/销售收入峰值)。按图示 3 所示的倍数定价的多种互联网股票能否达到

① 见 Mehrdad Baghai, Stephen Coley 和 David White 所著《增长炼金术》(Alchemy of Growth), Reading, Massachusetts: Perseus, 1999.

业绩预期有待将来才能见分晓。^① 第三等公司的管理者不仅必须改善其核心业务的效益以便提高其短期预期，还要尽力加强市场对其未来前景的信心。这些经理还应该了解那些创造了较高短期预期的竞争对手正在做什么，同时还要确定哪些因素是他们公司预期的长期增长基础，并谨慎地对这些因素进行沟通。

第四等也是最后一个等级的公司，就像 Lou Gerstner 接管之前的国际商业机器公司（IBM）这样状态不佳的运动员式的公司则在两方面都吃了苦头：它们的短期和长期预期都低，同时它们的股票价格也因此遭殃。这些公司必须认真地改组以提高其核心业务的收益，并为长期增长重新定位，就像 IBM 力图发展其“e-业务”，目前这项业务已占其收入的 25%。^②

由于在某一特定时间随机获得的信息，市场往往会作出过高或过低的估计

以上的论述表明，要想具备真正的战略眼光，你就必须把分析人员对你们公司所作的预期同其对你们的竞争对手所作的预期进行对比。这类的对比会消除行业周期对短期和长期预期的影响，并可能避免惩罚或奖励那些正好在低增长或高增长行业中竞争的公司。

透过短期和长期增长预期来看股票价格，对于在不同行业不同领域和不同地区开展业务的公司和对于单一经营企业来说同样适用。但是，对于多种经营的公司来说，操作起来更为复杂：你必须把市场的总体预期按不同的分支或业务进行分解，然后把特定实体的效益预期同其他地区的相应实体的预期进行对比。分析人员的报告通常可为此提供分类信息。

谁对谁错？

如果市场预期某公司无论是短期还是长期表现上都压倒同业公司，那么此时谁是对的呢，是市场或是该公司？

由于在某一特定时间随机获得的信息，市场往往会作出过高或过低的估

① 1997 年，Pfizer 公司也归入第三等公司，当时其短期效益滞后。但是在它的新药上市以后，短期预期大大提高，仅此它已一路上升，跻身于世界冠军级公司行列。

② 见《华尔街日报》，1999 年 5 月 13 日。

计。例如,20 世纪 90 年代初,新闻公司(News Corporation)在播送节目上实行了大胆的战略举措,在美国开辟第 4 个电视网,在英国则是发展收费电视。虽然这些举措使银行家和投资者都感到担心,并因此导致出售资产以减少公司债务,鲁帕特·默多克(Rupert Murdoch)仍坚持这一战略,并从 1990 年 11 月起以 50% 的出色的 TRS 回报了持股人。

一批创造了出色的 TRS 的企业千方百计地使市场预期同他们自己的预期保持在同一水平上

对照市场预期来检验本公司的业务计划,用这种办法,你可以发现你们公司与同行业公司相比,预期的业绩不佳是确实存在还是被认为如此。这种业绩不佳是否说明投资和收益增长的水平?如果你们的业务计划和预期相符,那么你就可以认为对你们公司的

评价是公平的;如果你们的预期超过了市场预期,那么只要重新审核一下你们的计划和预期,一般就可以表明是哪方面出了差错,是市场还是你们自己。假定那时你仍然坚信你们公司的计划是正确的,你可能希望公司回购它发行的股票,以此表示你们公司的股票价值被低估了。

处于这种定位的公司的管理人员也应该自问一下,他们是否将自己的各种增长选案以及扭亏为盈的时间和程度有效地传达出去。有一家能源公司的股票行情不如其同行业其他公司那么好,起初,这家公司没有履行它明确作出的较高收益的许诺,当它将其股票贴现售出时,市场上出现的情况给人的印象似乎是怀疑这家公司不承认公司存在问题。但是在做了一次调查后却发现了另一些问题。首先,当这家公司放弃了某些增长机会时,市场将其股票折价 20%,于是投资者认识到他们面临着风险,但是他们对于弥补风险的其他增长方案却一无所知。其次,这家公司与投资者之间的沟通缺乏透明度和可信度。这家公司发现这些情况后作出的反应是更明确地对其收益和增长机会作出了解释,于是管理部门和市场之间出现的“预期差距”就消除了。

在牛市情况下,许多公司面临的问题恰恰相反:实现了高 TRS 的公司不得不力图使市场不要抬高管理部门的预期。确实,为降温所作的努力有时会成为一种古怪的信号传递程式,其用意是防止出现令人不愉快的意外情况。有一批创造了出色的 TRS 的公司千方百计地使市场预期同他们自己的预期保持在同一水平上。

TRS 滞后的企业则面临极为困难的处境:如果他们把公司的效益说得过低,那么他们就无必要地承担着令投资者失望的风险。投资者的希望本来就不高,但他们总不免指望公司能创造较为乐观的短期预期。对于这样一家公司,最好

的办法是准确如实地把公司的处境传达给市场,否则公司管理部门和董事会的信誉就岌岌可危了。然后再努力扭亏为盈,包括改组高级领导层,宣布新的增长机会,来提高预期。

船上发现一只老鼠

无论你认为市场预期正确还是你们自己的预期正确,事实上已明白无误地显示市场预期是关键。我们考察了 TRS、意想不到的每股盈利以及与市场预期无关的变量之间的相互关系。在我们研究的 12 个行业中,大多数都表明意想不到的每股盈利比其他任何变量都更能说明公司的 TRS 业绩。在高技术行业中,例如软件和半导体行业,抽样调查显示在 58% 的情况下,意想不到的每股盈利促成了 TRS 的变化。例如,在 1997 年第 3 季度,英特尔公司的收入和利润猛升 20%,这样的业绩是大多数人都羡慕不已的。但是就在作出宣布之后的 3 天内,其股票价格却下降了 10%。原因何在呢?原来是分析人员预测的每股盈利为 91 美分,但英特尔公司真正实现的却只有 88 美分。当然,从那时起直到 1999 年 5 月,英特尔公司实现了每年高达 42% 的 TRS。

管理者都十分清楚,意想不到的盈利负增长对于 TRS 有着巨大的影响。鉴于公司有很大一部分价值与长期预期挂钩,短期效益令人失望就会起关键作用。这是一种有意思的惯例。你怎么也想不到,每股盈利仅有 3 美分的差异竟会导致英特尔公司的股价下落 10%。为什么意想不到的每股盈利会对 TRS 产生这样大的影响呢?原因是一个季度效益不佳,哪怕这个季度的效益仅仅是不如分析人员估计的那样好,其结果就好像在船上发现了一只老鼠。当你发现了一只老鼠,你会假定船上还有别的老鼠。假如仅仅宣布一个季度的效益不好,给人的印象却是预示公司存在着更为严重的问题,这时管理部门的信誉就一落千丈了。反过来说,如果公司和股东沟通时直截了当地、准确地把前一两个季度的经营状况向他们通报,股票价格是能够从利润负增长中反弹起来的。

如果问题是由收益质量引起的,市场甚至会更迅速地作出更强烈的反应。阳光公司(Sunbeam)的股票从 1996 年 7 月的 12.50 美元上涨为 1998 年 3 月的 52 美元。但是报纸上刊载一系列文章对该公司提高利润的手段提出了疑问。到了 1998 年 8 月,阳光公司宣布它将重新公布 1998 年、1997 年,甚至还有 1996 年的利润,此后,这家公司的股价几乎下滑了 90%,降到 5.88 美元。同时,持股人提出了集团诉讼。^① 当“利润管理”的意图公之于众后,公司的信誉遭到彻底的毁

^① 见《星期日泰晤士报》1998 年 6 月 21 日。