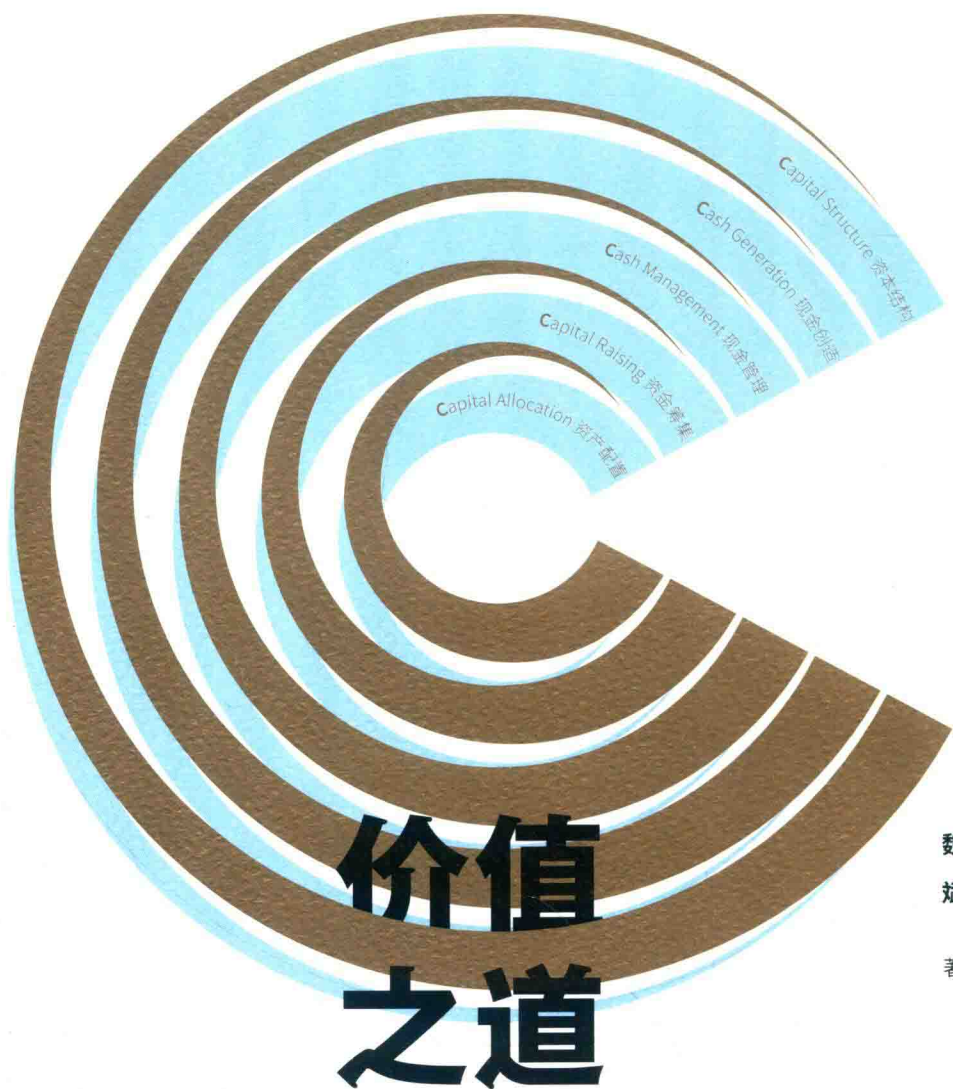


The Value Way



魏斌
著

价值之道

公司价值管理的最佳实践

5C价值管理体系创始人 魏斌 用全新的价值管理理念

重新定义企业价值创造的本质 × 重新阐释企业管理的价值基础 × 重新构建企业的价值管理工具

中信出版集团



价值之道

公司价值管理的最佳实践

魏 斌 著

图书在版编目 (CIP) 数据

价值之道：公司价值管理的最佳实践 / 魏斌著 . --

北京：中信出版社，2018.11

ISBN 978-7-5086-9450-4

I. ①价… II. ①魏… III. ①企业管理 IV.

① F272

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 205402 号

价值之道——公司价值管理的最佳实践

著 者：魏 斌

出版发行：中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开 本：880mm×1230mm 1/32

印 张：16 字 数：400 千字

版 次：2018 年 11 月第 1 版

印 次：2018 年 11 月第 1 次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

书 号：ISBN 978-7-5086-9450-4

定 价：88.00 元

版权所有·侵权必究

如有印刷、装订问题，本公司负责调换。

服务热线：400-600-8099

投稿邮箱：author@citicpub.com

序 一

企业管理的价值追求

宁高宁^①

魏斌是我在华润工作时的同事，他后来做了华润的高管。魏斌是华润管理系统早期的参与者、贡献者，也是提升者。他不仅是位优秀的企业管理者，也是不断探索、不断思考并把实践中的经验理论化、结构化的思想者。魏斌所处的华润时期，是华润快速扩展的阶段，这其中所带来的挑战是巨大的。从他书中所论述的观点和理论总结可以看出，他的每一段文字后面都有鲜活的故事，都是对一个成长中的企业成功和失误的反思。虽然魏斌负责财务工作，书的内容也是以金融和财务为切入点，但这本书能让我们从整个企业持续发展的角度出发，站在企业价值创造的层次，看到一家企业在不同层面、不同发展阶段所要具备的能力，管理的思路、方法和基本原则。

中国的企业发展很快，经过几十年的时间，在金融财务工具的使用上几乎追上了西方发达国家的企业。而且中国企业国际化经营的程度也快速提升，这也是造就中国经济奇迹的直接原因之一。但是由于发展得太快，一些基本经营理论、基本财务原则、基本资本原则时常被忽视，甚至被扭曲，这也是今天我们看到一些如日中天的企业突然出了问题，而大家还搞不清楚为什么的原因。魏斌的这本书刚好研究分析了一个成

^① 宁高宁先生系本书所提6S战略管理体系的创始人，现任中化集团董事长、亚太经合组织中国工商理事会首任主席，曾任华润集团总经理、中粮集团董事长。

长型企业在资本、资金、资产，包括价值创造和业务战略上的问题及它们之间的有机关系，对今日的中国企业应该有很多启发。

一般有关企业管理的书写都是最通常和具有普遍共性的企业现象，这也是为什么没有实战经验的理论往往看起来很有逻辑，但离现实太远的原因。而魏斌在书中说到的一些问题离实际很近，很有实用性。例如：一家企业的资本组成如何（有多少股本，多少借贷），资本回报率为多少，该企业处于什么行业，什么发展阶段，上市如何，不上市又如何，它的理想状态是什么样的，资本结构该如何调整？为什么许多企业的销售规模扩大了，但利润却没有随之增加，或利润增加但资本回报率却一路下降，这时该如何提升企业的盈利能力和营运能力？为什么许多企业的资金充裕但同时也负债高企，资金分散且难以统筹，这时应如何改进企业的资金效率？为什么许多企业面临发展机遇但存在财务资源不足的困难，或不断加大杠杆但引起财务风险的累积攀升，这时企业该如何筹措到充足的资金并合理控制风险？为什么许多企业的不同业态或区域的回报水平与增长能力不均衡，或者投资决策的结果事与愿违，这时资产组合又该如何优化和进退？这些问题华润经历过，魏斌经历过，他自然有他的看法。

财务和金融问题首先是一个管理理念的问题，是由价值取向所决定的，不是单纯的技术问题，财务技术手段只不过是用来实现这种价值追求的。企业的本质属性是价值创造，高层次的价值创造是企业的财务资源、技术资源、团队资源、体制机制、理念文化等各个方面系统性地理解、支持、激励创造新东西的过程。今天，我们经常听说某企业资金链断了，怎么一个好好的企业，甚至可能是盈利不错的企业资金链会断呢？应该怎样分析这其中的战略选择、架构设计、股权比例、盈利能力、现金流管理、财务政策、投资行为？我记得华润在15年前也被许多人质疑过负债比例、现金流、资产组合，甚至管控方式，这其中是如何走过

来的，形成了什么思路和做法，相信我们通过魏斌的这本书可以直接或间接地感受到。

作为一个企业管理人员，魏斌的优点在于他能不断地学习进步和推动企业管理的提升。财务管理者能否跳出财务，认识到发展趋势，积极主动推动业务的战略优化，并深刻理解业务的发展阶段以及对财务资源支持的需求，这是区分一般管理性财务和战略性财务的主要标准；企业管理者能否跳出日常经营，着眼更高层次的价值实现，及时校准战略定位和管理政策，使企业未来的发展与经济大趋势更加贴近，保持回报、增长与风险的良性协调，这是区分一般企业和持续创造价值企业的关键所在。通过魏斌对资本使用、资金运用和资产运行的管理标准及方法的分析，对价值创造过程的思考研究和实践积累，对企业战略、企业组织等的分析，我们可以清楚地看到在管理一家像华润一样多元化控股企业时所经历的困难，以及对追求企业价值本源的实践探索，同时在其中也得到了许多很宝贵的经验总结和理论提炼。我相信这些内容在一般管理学院里是学不到的，所以它有很高的价值。

序 二

组织能力驱动下的价值创造

杨国安^①

在“杨三角”体系中，我把企业持续成功的关键因素归结为“成功 = 战略 × 组织能力”。正确的战略指引企业的方向，合适的组织能力使战略得到落地和执行，二者缺一不可，相辅相成，在企业的持续成功中同样重要。对于组织能力，杨三角体系给出了系统性的评价方法和打造工具。然而，何为正确的战略？战略怎样才算得到落地和执行？在企业向战略目标前进的过程中，如何不断校准战略的实施路径？这些问题看似容易回答，但在实际中其实并不好把握。尤其是在客户需求、技术创新等快速变化的环境下，能令人信服的常常是企业通过其既往的历史业绩证明当初确定战略方向的成功经验，但不易判断却又最需要判断的是企业战略选择最终是否可以实现的预见，这常常成为困扰企业管理者以及外部投资人的现实难题。

为了解决以上的现实难题，我想在制定战略、依靠组织能力实施战略、最终实现战略目标的整个过程中，若能始终有一套相对清晰的衡量标尺，使战略方向、战略目标、战略执行、战略落地的有效性，以及所依托之组织能力的匹配性更加明确，就可以使企业管理者更加及时和相对准确地获得有助于把控未来方向的决策支持。价值创造是公司的本质，

① 杨国安先生系本书所提组织能力杨三角的创始人，现任腾讯集团高级管理顾问、中欧国际工商管理学院兼职管理教授、杨三角学习联盟会长、青腾大学教务长。

这是学术界和企业界的普遍共识，基于此，企业持续成功的关键因素应能映射到公司价值上，并且由于价值本身也可以用数据体现，比单纯的主观性论断往往更有说服力，因此若能从公司价值的角度找到这套过程把控和方向校准的标尺，不啻为一个好的思路。

然而，将一个理论性的概念落实为适合实践运用的工具，就我看来至少需要做到以下几点：一是有简明扼要的要素和架构，体系过于多元复杂或各组成部分间缺少明显的逻辑联系会显得零散，不便给人留下深刻的印象，直观理解可能也就更为困难，这会给实践中快速推广造成限制；二是能诠释为实践中的通用语言，实践中沟通频繁且讲求效率，加上沟通对象的范围层次甚广，因此其含义要能用通俗易懂的语言和思路表达，以契合实践应用的需要；三是经受过实践的挑战和检验，实践总是比理论上的构想更为多变，既然是作为实践运用的工具，就要兼具普遍性和灵活性的特征，在抓住本质的同时又要能应对动态现实的多样化要求，实践是证明其应用价值最有效的途径。虽然公司价值本身早已是一个较为成熟的理念，但是落实到企业管理中，常常由于在以上几个方面有所缺失或做得不到位，在实践中能充分契合价值本源并能让人耳熟能详的公司价值管理工具其实并不多见。

令人高兴的是，我在魏斌先生的这本书中看到了这样的管理工具，5C 价值管理体系紧紧围绕价值理念核心，结合作者本人对公司价值的深刻参悟和 20 多年的企业管理实战经验，构建了能为企业所用的行之有效的价值管理工具。该体系具有以下几个特点。

第一，公司价值的清晰化。立足于管理实践，5C 价值管理体系将公司价值的含义归纳为资本结构、现金创造、现金管理、资金筹集和资产配置 5 个要素，并且这 5 个要素之间的衔接也与公司价值创造过程的逻辑一致。这一体系架构既体现了公司价值的理念核心，又符合管理实践

的思路，使抽象的理念与具体的实践有了结合点，易于为企业管理者接受、理解，进而加以应用。

第二，价值创造的系统化。5C 价值管理体系将公司价值的思想落实到企业的管理活动中，并相应提供了一系列具有参考性和实用性的工具，在该框架中公司的各部分工作都能以价值创造为目标，同时与价值理念相对应，形成了围绕价值的管理机制，而不再是零散的几项管理措施，这就使得公司的价值创造活动能循序渐进、有的放矢且科学系统，有利于从根本上、长远上提升公司的价值创造能力。

第三，价值管理的全面化。一方面，5C 价值管理体系既是公司财务部门的工作内容，也是其他业务部门关注的重点，既聚焦公司经营层面又覆盖公司资本层面，从而应将价值管理上升到公司整体都需要一以贯之的基本要求。这样可以促使从公司高层到基层员工都树立价值创造的意识，让价值管理成为自觉行为。另一方面，价值管理也并非孤立存在，强调与战略、组织能力的相互匹配、相互支持，一体化打造企业的长久竞争力。

由于兼具以上特点，5C 价值管理体系既源于魏斌先生对公司价值理论的深刻理解，又源于其多年来在管理实践中的系统思考，是对公司价值管理实践经验的总结，能契合企业实战语言，很好地梳理和整合价值管理的关键要素，其许多理念和工具都有鲜活的实际案例支持，在很大程度上解决了从理论到实践的难题，因此是一套能从价值本质出发，帮助企业系统性地提升价值创造、价值管理能力的有用工具。

如同这本书中所比喻的——“战略和价值好像一枚硬币的两面，而组织能力就是中间主体”，在充分的组织能力支持下，价值管理能与公司的战略管理相辅相成，克服战略主要通过主观描述、但进行客观判断或业绩评价时标准较为模糊的问题。提倡价值管理、推动中国企业切实建

立起价值管理能力，对于遏制资产泡沫、促使企业回归本质、扎实练好内功、获得持续成功等都有积极作用。从这个意义上说，我相信这本书在理论和实践方面都做出了重要贡献，值得企业管理者和学术研究者好好研读并加以借鉴。我诚挚地希望 5C 价值管理体系这一管理工具能进一步彰显出更大的应用价值。

序 三

以价值管理助力企业成长

张磊^①

高瓴资本自 2005 年创立以来，始终坚持长期价值投资理念，将基础研究和行业洞察作为投资决策的不二法门。然而，我们清楚地看到，价值投资得以成立的关键在于企业价值的不断创造和可持续增长，而这离不开拥有伟大格局观的企业家为企业发展持续赋能，通过实践创新，实现企业价值。读完此书，我不得不感慨，魏斌先生创立的“5C 价值管理”与我们始终坚持的“长期价值投资”不谋而合，甚至一脉相承。价值管理围绕企业价值创造和成长的全过程，从资本回报、资产配置、资金管理角度，回归企业发展本质，厚积薄发。从某种程度上说，价值管理是价值投资的前提，如果没有企业家的价值管理，所有投资回报恐怕都是空头支票。

魏斌先生长期就职于华润集团—中国知名的多元化经营企业集团，在深谙西方管理思想的基础上，融入自身思考，在发展变革中不断求索，丰富和创新着属于中国的管理实践。管理在中国并不陌生，在西方管理哲学不再“包治百病”的今天，越来越多的中国管理实践者提供东方智慧，推动管理思想方法论的再次飞跃。在今天，我们能够读到大量管理

① 张磊先生系高瓴资本创始人兼首席执行官，耶鲁大学校董会董事，中国人民大学校董会副董事长，中国人民大学高礼研究院创始人兼理事长，耶鲁大学亚洲发展委员会主席，中美交流基金会董事，是价值投资的倡导者和践行者。

著作，然而真正有生命力的管理思想必须源于实践创新。与此同时，管理思想和工具作为一种生产力，也在指导和改变着管理实践，从而提升企业竞争力。毋庸置疑，这些推动管理进步的中国企业家值得我们由衷赞许。

沃伦·巴菲特曾经这样讲述：“会计是商业的语言。不懂商业的语言，就无法在商业世界中驰骋。”对此，魏斌先生以企业财务官的视角，通过构建“5C 价值管理”的理论框架和实践工具，为我们做了精彩演绎。

第一，重新定义了企业管理的本质。如果说战略管理是江湖丛林的快意恩仇，那么价值管理就像是河川山野的躬耕陇亩。前者围绕企业的规模增长，希望以钢筋铁骨谋得发展；后者强调企业的价值回报，希望以深耕细作赢得未来。二者在不同的发展时期、变化的商业环境中发挥着不同作用。战略管理从发展方向、企业形态、竞争格局等角度提供行动纲领，而价值管理从资本回报、运营效率、资本配置等视角提供运作指南。从某种程度上说，价值管理不是另辟蹊径，而是追根溯源，从企业赖以生存的本质出发，追求持续性的盈利成长。对企业家来说，它为我们描绘了清晰而有力的实战蓝图。

第二，重新阐释了财务管理的价值基础。对人们的普遍认知而言，财务管理是企业价值的记录者、阐释者，然而，如果站在价值管理的视角，无论是管理资金、资产还是资本，它都鼓励“账房先生”走出去，通过对业务的深刻理解，实现财务价值和业务价值的融合统一，从而以企业家的责任感对企业价值重新解读。我们必须相信，企业管理不是业务组合的随意拼凑，不是业务形态的随机框定，更不是业务发展的随遇而安。在中国消费者和市场不断成熟的今天，我们应该重新审视业务的商业价值，用更加审慎的态度面对企业的成长和风险，在转型发展中构筑新的竞争优势。

第三，重新解构了财务报表的内在联系。无论是资产负债表、利润表，还是现金流量表，都是企业的“普通商业语言”，它们以标准化的格式为我们描述了企业的账面价值。但对真正理解企业和所处行业的人们来说，价值管理下的财务报表则是企业的“独门暗语”，只有在充分理解行业驱动关键因素和价值创造核心要素的基础上，以保持好奇、探求真理的态度，才能达成与企业内在价值的深度契合。我想，这或许是“5C价值管理”的独特魅力所在。

我们可以看到，当今中国正面临三个重要转型。第一，传统经济向新经济的转型。在新的国际竞争态势、新的市场发展环境、新的消费者和商业需求面前，只有适应经济新常态，才能够实现企业的转型发展。第二，传统商业模式向新商业模式的转型。这其中，科技创新正在发挥更加关键的作用，脱离科技的传统行业难以为企业带来更大的效率提升，只有将科技创新与传统行业相融合，重塑商业模式和价值创造流程，才能实现传统行业的涅槃重生。尤其令人欣喜的是，科技创新已进入2.0模式，以更加宽容和人性的态度，推动更多人搭乘科技快车，从而创造更多价值，实现长远共同发展。第三，传统企业家向新企业家的转型。企业家不仅是业务模式的组织者、运营者，还必须拥有更加广阔的视野和开放的心态，重新定义和诠释企业家精神。新一代企业家必须拥有一流的格局观、人文主义的同理心、敏锐的行业洞察、卓越的行动力，在充分理解国际竞争环境、长期价值回报、持续效率提升的基础上，专注精益管理和实践创新，打通资产价值和资本回报之间的渠道，构建企业的“动态护城河”，从而实现基业长青。

“管理有规律，管理无定式。”魏斌先生通过多年的管理实践，总结并诠释了企业管理的“内功心法”和“硬功招式”。无论对于企业管理者还是投资者，这本书都是在新经济转型、新商业模式再造、新企业家精神重塑的关键时期不可错过的重要读本。因为我相信，只有真正经历过

企业价值管理实践的企业家，才能够讲述其中的真知灼见。对投资者来说，这本书提供的管理理念和分析工具，能够帮助他们进一步理解价值投资的精髓所在。我希望，未来有更多的中国企业 and 企业家在管理实践中，提炼出更多有利于企业成长的管理范式。这对中国经济来说，是最为幸福的期待。

前 言

21 世纪伊始，中国通过加入世界贸易组织，经济进一步融入全球化大潮，总体规模持续高速增长，产业整合风起云涌，一大批企业在市场化体制构建的大背景下快速成长。在这样一个充满商业机会和转型机遇的大环境中，那些有战略导向的企业，只要具备一定的组织能力或组织发展潜力，甚至只要有一个好的企业家或经理人，大多都能确立行业、业态或区域的市场地位，同时带来资本回报及实现价值创造。在高增长的经济环境下，只要业务实现了高增长，企业管理特别是价值管理的重要性往往不需要突出，任何跑冒滴漏及其他业绩损毁问题都可能通过经营增长得到粉饰或弥补，其结果是资本回报的绝对数仍然相当可观。或者说，从公司价值来看，如果一项业务有增长特别是持续的增长，资本回报暂时的亏或低并不一定令人担忧，只要回报能逐步改善或预期能改善，价值创造一样可以实现。可见，企业一项业务并购只要战略方向对了，即便当时买贵了也并不构成多大灾难，甚至企业为了后续发展有时宁愿承受高溢价，因为高增长可以对冲低回报的问题。就像整个国家经济一样，过去十几年的高增长掩盖了很多问题，当然也解决了很多问题，即所谓“发展才是硬道理”。这可能正是中国企业管理水平还普遍不高、价值管理也并未深入人心的重要原因。

然而，近几年中国经济进入减速提质的新阶段，不仅传统投资驱动下的高增长难以为继，甚至有相当多的行业因产能过剩转而进入低增长或负增长状态，而且随着市场化程度的加深这一状态变得不可逆转，因此依靠高增长平衡低回报的问题已不再现实，低回报的改善亟待通过创

新等一系列管理加以推动，以提升生产率。总体上说，企业需要做到：立足有约束的资本，寻求有改善的回报，实现有质量的增长。如此来看，中国企业越来越需要遵循成熟市场的规律，只讲战略管理而忽视价值管理已难以取胜，就像在一个有效的资本市场买卖股票一样，不仅需要选准目标公司，还要做到价位合适，否则就不可能获取回报及创造价值。换句话说，战略管理和价值管理已密不可分，甚至在一定程度上，后者重于前者，就像买股票，即使选了表现不好的公司，但要是价位足够低或者安全边际足够大，一样可以获利。做股权基金也有类似之处，有时候什么行业或业态都可以投，或者说并不需要考虑战略问题，但只要投资成本控制得当也可创值，甚至只要选对团队就可创值（尽管该团队可能需要考虑战略问题）。在企业管理实践中，正是由于价值引领，一方面可以细化和挖掘目标公司的回报、增长和持续性的潜力，另一方面还可以进一步约束目标公司战略执行的过程并使之具体落地及更加有效，甚至于价值引领本身就涵盖了战略管理的内容。一言以蔽之，市场越完善，竞争越充分，公司价值管理就越重要。

企业管理的终极目标是价值创造，按理说，公司价值管理的重要性不言而喻，但为什么价值管理在实践中却给人高大上的印象而难以落地，或与日常经营管理特别是财务管理工作脱节呢？

公司价值经常被经理人理解为市盈率（P/E）、市账率（P/B）、市销率（P/S）或息税折旧摊销前利润倍数（EV/EBITDA）等简单概念，其实类似术语不外乎就是一些估值算法，并非公司价值的本源，而且往往还会因忽视趋势的静态取数而产生认识上的误导。透过表象看本质，或者从根本上说，公司价值是公司未来可持续自由现金流的折现值。但未来情况具有不确定性，是否可持续也未可知，折现率更是不易理解，因此公司经理人可能会觉得价值管理是投资银行家或金融分析师的技术工具，离业务语言相对较远，不如谈论战略管理来得得心应手，这样经验

主义和非量化管理就可以大行其道，当然也契合发展中经济或新兴市场经理人的特点。如果说公司价值能够用得上的话，也就是并购估值、重组估值或上市估值等主要进行资本运作的特别场景，大体可归为专业人士的技术活儿，好像并不属于经理人语言，还上升不到公司经理人的层面。更何况，不同专业人士就同一标的因为关键假设变量的不同还存在相当大的估值差异，而且不仅宏观环境和行业环境影响公司估值，即便目标公司的团队变更了或者战略调整了也会产生不同的估值结果，这就使得公司价值看起来更加不可捉摸。

然而，公司价值这种基于未来的“模糊的正确”既是一种思维方式，更是一种管理方式，同时不仅是资本市场的游戏规则，也是日常经营应围绕的核心目标。从资本运作来看，如果你有一个梦想并把它变成了一个故事，当投资者相信了你的故事并为你投资，就在资本层面体现出了价值。然而，资本层面上的价值体现，尽管是基于面向未来的业务计划，但也必须要有源于现实的依据，是根据公司业务经营及组织能力等现实因素所做出的对未来的预测，只有当依托在资本层面上获得的投资通过经营层面最终实现了梦想，这才真正成就了价值创造的故事。因此，公司价值既体现在资本层面，又贯穿于经营层面，资本层面的价值创造通常是基于未来的、非经常性的，而经营层面的价值创造则是基于现在的、经常性的。由于未来是由持续的现在所构成，因此经常性的价值创造是非经常性价值实现的基础；虽然资本层面创造的价值通常较之于经营层面创造的价值具有放大效应，但若失去了经营层面的支撑，资本层面的价值创造只会是泡沫。公司价值管理就是要打通资本层面和经营层面，既要面向未来又要着眼现在，面向未来的业务计划落在经营层面上，如果具有清晰的商业模式，并预期可获得持续的现金流，那么这项业务计划从一开始就具有商业价值，这就是价值管理的艺术所在！在业务计划的实施过程中，正是回报、增长和风险等基本价值因子驱动着公司