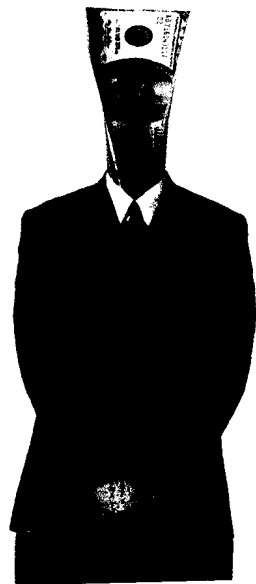


慕久竝 等著

261

资本故事

与23位财经前沿人物的对话



中信出版社
CITIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

资本故事/綦久竝著. —北京: 中信出版社, 2001.12
ISBN 7-800073-394-7

I. 资… II. 綦… III. 资本经营-经验-世界 IV. F 279.1

中国版本图书馆CIP数据核字(2001)第090340号

资本故事

——与23位财经前沿人物的对话

ZIBENGUSHI

——YU23WEICAIJINGQIANRENWUDEDUIHUA

编 者	綦久竝	开 本	880mm × 1230mm 1/32
责任编辑	陈 玮	印 张	12.75
责任监制	朱 磊 王祖力	字 数	252千字
出 版 者	中信出版社(北京朝阳区 新源南路6号京城大厦 邮编 100004)	版 次	2002年1月第1版
承 印 者	中国农业出版社印刷厂	印 次	2002年4月第3次印刷
发 行 者	中信出版社	书 号	ISBN 7-80073-394-7 F · 293
经 销 者	中信联合发行有限公司	定 价	28.00元

版权所有·翻印必究

序 言

资本与人的二重奏

这本册子里的人物，普通也不普通。他们中有驰骋沙场的投资家、谨慎独立的会计师事务所合伙人、博学善辩的咨询公司创始人、特立独行的证券投资女侠，也有银行巨擘、基金先锋和魅力四射成就卓著的财务总监。这些让我们不得不睁大眼睛看的人物，在这本册子里却是那么的人性化：他们的音容笑貌、他们的心路历程、他们的失败与成就、他们的光芒以及光芒背后的平凡，与我们仿佛只有咫尺之遥。

尽管有诸多外在的限制，作者仍力求将真实的资本故事娓娓道来，让我们一窥他们是如何找寻资本，如何以专业姿态服务于资本，如何运作和驾驭资本使之生根发芽并不断增值的。这里面没有财经小说的曲折动人，也没有波澜壮阔的市场拼杀，只是尽可能忠实地记录和再现了23位当代财经前沿人物最让人感兴趣的人生片断。

比如红筹之父梁伯韬，在告别了百富勤的辉煌与困厄、得意与失意、欢笑与泪水之后，重归花旗负责为所罗门美邦投资银行的亚太区业务掌舵，从一个全新的角度和层面来重新审视和发掘中国市场的机会。在这背后，其实也折射出了一个游走在中国经济和资本之间的华人投资银行家的苍茫心事。

比如投资管理人安妮，令人印象深刻的除了她的传奇经历和她的犀利奔放外，还有她在证券投资中感悟到的市场规律和人生道理，由此形成了她“人生何处不套牢”的理性发现和“弱弱流水任自然”的投资理念。

又比如带有芝加哥大学商学院浓厚学术气息的思腾思特咨询公司合伙人班纳特·斯图尔特，他对股东价值的积极倡导，对现有会计评估体系的评判和对崭新的价值评估体系和管理体系的探索和推广，以及他对中国业务的兴趣和信心，都给我们带来了一些新鲜的东西。

还比如获得《ASIA CFO》杂志“亚洲CFO融资最佳成就奖”和“中小企业财务管理特别优秀奖”两项殊荣的亚信公司CFO韩颖，她如何帮助亚信这家高速成长但是财务混乱的新兴高科技企业重建财务秩序，如何将先进的财务管理实践引进这家企业，并如何重新塑造了这家公司，其实都是比她成功地将亚信引领到纳斯达克市场更值得国内企业界关注的细密功夫。

但是，作者没有停留在故事的本身，而是企图从众多财经人物的人生和职业经历中发现资本在中国这个新兴市场中的成长轨迹，并试图得出一些初步的结论。在谈到即将打开栅栏门的中国金融市场的格局时，作者相信：无论是市场监管者还是中外金融选手，现在其实都是在和时间赛跑。在未来即将开放的中国金融市场上上演的，绝不仅仅只是一出简单的中外机构之间的攻防战，而是如何争夺客户的超级秀。

对于开放式基金，作者的看法则是喜忧参半：而开放的要义，其实就在于引进了竞争，这也是市场化生存的基点。而中国市场的复杂性在于，很多时候，你的竞争对手并不遵守同一套游戏规则且不用担心受罚。

从第一篇资本和人的故事到集成这本小册子，仿佛水到渠成，其实也是作者数年来对财经界密切关注累积下来的一点结果。作为和中国新兴资本市场共同成长的一位观察者，汇集成册的这份观察报告的角度或许未必全面、结论也并非无懈可击，差堪称道的或许应该是作者的用心和诚实。有道是，天道酬勤。其实，支撑起所有精彩的资本故事和精彩人生的，都是这种平凡而实在的根基。

田 莉

2001年冬于上海

目 录

序言：资本与人的二重奏

1. 班纳特·斯图尔特：经济增加值的传教士/1
2. 谢锦强：把简单送给客户，复杂留给自己/27
3. 刘展智：我们在变中求存/43
4. 吴港平：和中国的新市场共同成长/59
5. 周春生：美联储的秘密/75
6. 徐正广：海上十年友邦梦/93
7. 梁伯韬：红筹之父重归花旗/109
8. 汤云为：一个会计学家的职业账簿/131
9. 洪磊：投资界的唐吉珂德/149
10. 王干梅：书生金融梦想家/163
11. 田源：期货市场的守望者/179
12. 石钟韶：金钱流动的节奏/197
13. 索达诺：如何在市场鲨鱼群中活下去/213
14. 萨默·雷石东：世界上最年轻的老头儿/229
15. 阚治东：迎着资本季风飞扬/245
16. 陆致成：企业魔术师的资本逻辑/263
17. 韩方河：开放式基金第一人/281
18. 韩颖：一个首席财务官的成长/297

- 19. 安妮：人生何处不套牢/315
- 20. 冯涛：高度低调的风险投资家/333
- 21. 戴海波：像对恋人那样经营张江/351
- 22. 陈逸飞：艺术家的资本生活/367
- 23. 黄远辉：我们等待着朝阳/385



**班纳特·斯图尔特：
经济增加值的传教士**

提要

对于国内财经界和工商界而言,“经济增加值”(Economic Value Added,EVA)或许还是一个陌生的概念,但在讨论目前使我们深受困扰的股东价值、高管激励和公司治理等难题时,这可能是迄今最清晰有力的一个分析工具,因为它改变了我们对利润和公司价值的传统定义。过去,我们都把企业的会计利润当作它的“真实利润”,这其实是一个误解,因为对于股东来说,只有从会计利润中扣除其投资的机会成本之后所得的利润(即EVA),才是真正有价值的。明白了其中的道理,也就可以理解为何目前很多账面赢利的企业实际上已经虚弱得不堪一击了。

在用EVA找到了公司价值评估这个死穴之后。斑纳特·斯图尔特和他所创立的思腾思特公司也想顺着这个路子解开了另一个长期困扰股东和经理们的公司治理方面的死穴:高管激励。最后,他们成功了。在为可口可乐、美国邮政署、新西兰电信和新加坡港务局等各式各样的企业成功地刮骨疗伤之后,EVA也受到了高盛、JP摩根和瑞士信贷第一波士顿等投资银行的推重。今天,斯图尔特的目标是向更多的中国企业和政府机构推销EVA的观念。尽管对于目前百病丛生的中国企业来说,EAV绝非一剂万灵药,但它起码可以使我们对企业本质的理解能够与世界趋于一致。在中国经济正式与世界经济汇流的今天,这一点尤为重要。

特写

经济增加值的故事

班纳特·斯图尔特原本应该成为一位电子工程师的，今天却扮演起了经济增加值(EVA)传教士兼推销员的角色，在全球各地飞来飞去，到处风风火火地传经布道。这位普林斯顿大学电子工程系的毕业生用一种美国式的谦虚语调说：“本来，我要是沿着大学时的这个路子走下去，也许会成为另一个比尔·盖茨的，但我当时却做了一个错误的决定，跑到芝加哥大学商学院念管理去了。可惜呀！”

“EVA”之初

斯图尔特未能实现当电子工程师的抱负，或许是这个领域最大的不幸，不过却是比尔·盖茨和公司价值评估领域的大幸。70年代的芝加哥大学可是市场经济和现代企业管理思想的大本营，而在公司价值评估理论的研究方面，更是风云际会、极一时之盛。芝加哥大学的默顿·米勒、麻省理工学院的弗兰科·莫迪里亚尼和斯坦福大学的威廉·夏普等后来的诺贝尔经济学奖得主当时都在琢磨的一个问题是，股票的表现究竟是如何受企业价值决定的。这就是今天名动一时的“经济增加值（EVA）”的理论基础，而这正是斯图尔特后来参与创办的思腾思特公司安身立命的根本。

与此同时，他的终身合伙人约尔·斯特恩在同一个校园里钻

研完了公司金融和股票市场价值评估等前沿理论后，正在大通曼哈顿银行组建的金融咨询小组里等他找上门来呢，这个世界上还有什么好抱怨的。1976年，两个搭档终于在大通曼哈顿的咨询小组里会齐了。

那时，他们都在不约而同地进行一场公司价值评估方面的智力探险。按照传统会计理论，企业的市场价值主要基于每股盈利和市盈率水平，要增加股东手里的财富，就应提高每股盈利以使股价升高。不过，这两位毛头小伙子却不这么想。他们认为，一家公司必须将更多的精力投注到增加他们的现金流价值，这比仅仅注重收益的增长更重要。未来EVA的概念，就在此时开始萌芽了。

拯救可口可乐

真正导致EVA在观念和实践层面产生突破的，是对可口可乐公司的业务重组。可口可乐公司在19世纪成立之初，主要依靠独立的灌装厂来为他们的软饮料产品提供灌装，这些灌装厂由此获得了在指定地区经销可口可乐产品的永久性独家权力。在早期，这种灌装厂体系确实发挥了巨大的作用，使可口可乐公司得以筹集资金扩大业务，并且激励地区经理们集中精力把产品销售到各个当地市场。但是到了20世纪80年代，这批灌装商已经从祖辈代代相传到了孙辈，第三代业主在这种体系的庇护下已经变得非常富有，而祖辈创业的雄心壮志却也同时消磨殆尽。对可口可乐公司来说，最好的办法当然是买下这些灌装厂了，问题是该如何估价呢？

于是，斯图尔特带着手下开始忙了起来。他们计算了销售可口可乐产品所带来的现金收益，同时也估算了运行费用、税收、在存货方面的投入以及维持业务运转所需的资产，然后把它们加总，得到了一个自由现金流，再把它折算成现值。结果表明可口可乐的灌装业务极有价值，实际价值要比账面价值高得多。同时，一旦这些灌装厂有了新的、更好的经营者，可口可乐就会更有效率地运作业务，通过削减成本和资产投入，他们将能够更好地满足客户的需求以创造更大的现金流和价值。“我们把这个叫做双赢收购，因为无论是作为灌装线买主的可口可乐，还是作为卖主的业主，都能从这笔交易中获益。”斯图尔特说。

真正的转折点是在1981年春天。有一天，可口可乐公司的首席财务官拉里·考哈特对斯图尔特说：“班纳特，我们已经为新装的灌装线安排了合适的人，但我们该怎么来激励他们，才能确保他们会尽其所能地创造出价值呢？如果我告诉你，找到正确答案对可口可乐公司意味着一大笔钱的话，你能帮助我吗？”他的话音刚落，斯图尔特马上就意识到，这对自己来说也意味着一大笔钱，这开始让他动心了。“现在我住在纽约，这是世界上生活最昂贵的地方之一。那时候，我还只是一个刚刚起步的年轻咨询人员，需要的正是某种突破。”斯图尔特说，“于是我说：‘拉里，谈到钱的问题，你总算说到点子上了！咱们说干就干。’”

那个周末，他没有像往常那样去纽约的中央公园散步，而是哗哗哗地翻了一大堆财务和经济学方面的教科书，深入地思考这

个问题，终于茅塞顿开。斯图尔特意识到，老是围绕现金流打转实际上是个错误，反之应该采用利润的概念，但这不是会计们所谈的利润，而是经济学家所说的利润。斯图尔特说：“虽然我们在评估灌装线的价值时用的是现金流概念，但在确定灌装线经理们的奖金时，就应该采用经济利润的概念了，我把它叫作EVA。EVA就是减除资本成本后的利润，如果你的投资有好的回报，而且利润的增长超过了资本成本，EVA就会提高；反之，如果你们的投资带来的收益无法弥补资本成本，即使会计利润看起来不错，EVA的利润也会降低。如果我们能够通过奖金的方式让灌装厂的经理们分享到他们所创造的EVA增量，他们就会有动力更明智地运用资产，并确保其投资增加价值。”

考哈特说：“有道理。不过，是不是还有其他的公司也在采用这个方法呢？”斯图尔特说：“据我所知还没有。”当时他以为和可口可乐的生意基本告吹了，因为考哈特显然不会去为一个尚未被证实的想法冒险的。但后者最终却让这位顾问大吃了一惊，考哈特说：“真棒！这样我们就可以把竞争对手甩下一大截了。好的想法常常会让我们领先一大步，我希望我们成为第一家采用EVA的公司。”自从把EVA信条作为了企业经营的基本教义之后，可口可乐公司的股价就一直节节攀升，走进了企业历史上最为辉煌的一个扩张时期。

比阿斯匹林更好的药

1991年，斯图尔特碰见了农机制造商瓦雷蒂公司的CEO维克

多·赖斯。他告诉记者，从经济学的角度看，瓦雷蒂公司尽管在账面上还有一个很小的利润，实际上却损失了1.5亿美元的EVA，在减去资本成本之后，这家公司实际上是在赔钱。因为他们在生产厂房和存货方面投入巨大，这加大了EVA的成本。

赖斯愁眉不展地说：“农机制造这生意可不好做啊！按照质量管理要求，我们的产品必须经久耐用，买一件农具农场往往能用很多年，这个行业的生产能力实际上已经严重过剩了。我们的生意简直糟透了，于是只好常常取笑自己说：今年的生意肯定要比去年差，但也肯定要比明年好。”听完他的话，斯图尔特开玩笑地顺手递给了他一瓶阿斯匹林。

赖斯担心地说：“如果根据EVA来给我们定奖金的话，我们也许永远也休想拿到一分钱，至少也不可能长期得到奖金。因为我们现在的EVA实际上是一个很大的负数。要让我的神经真正镇定下来，需要比阿斯匹林更好的药。”斯图尔特说：“没关系，你可以把一瓶药都吃了。开个玩笑。实际上我们的奖金计划并不是像你想像的那样来安排的。我们不会因为你现在的EVA是负数而惩罚你，因为那是历史造成的，我们会根据EVA的增长而付给你奖金。只要你使现在的EVA负值有所减少就可以获得奖金，因为这实际上也是改善业绩和提高市场价值的好途径，和你使一个正的EVA变得更多的效果是一样的。”

他们也这样做了。在采用EVA方案的最初两年里，他们的EVA值从负1.5亿美元变成了负0.3亿美元，总共提高了1.2亿美元。

管理层和员工在很大程度上，也通过奖金的方式分享到了这一业绩改善的结果，他们都很高兴。而他们的股东更是狂喜难禁，因为瓦雷蒂公司的股价在两年之内暴涨了250%，这仅仅是因为他们减亏的速度快于市场预期，尽管他们的EVA值仍然还是负数。

一旦采用了EVA激励计划，人们的行为马上大变。一个仓库管理员说，应该把仓库的钥匙扔进垃圾箱。他解释说：不论有多大的储藏空间，大家都会用存货把它塞满的；即使给我们一个足球场，我们也会把他用拖拉机填满；但如果只给我们一个杂物间，我们也照样不会让它空着。他的看法是，仓库的空间有多大，就能够产生多少存货。现在他意识到了，要提高EVA，就必须削减存货投资以节省资本。“所以只给我们一个杂物间，同时让生产线终端的人来安排存货并承担责任吧，这样我们就能够以销定产，避免隔夜库存。不信你就等着瞧吧。”因为这个人已经像一个所有者那样得到了回报，所以他也开始像一个所有者那样考虑问题和做事了。

当忠诚的员工遇到EVA时

在推销EVA时，斯图尔特也会经常吃到闭门羹。一家很有名的南非公司的CEO就坚持认为，奖金计划毫无必要。他说：“我们的雇员都很忠诚，而且总是做得最好，那么还有什么必要付给他们奖金呢？更何况我们国家的绝大多数公司都没有这种做法。”斯图尔特只好劝告他说：“如果他们确实已经做得尽善尽美，EVA奖金计划也就不会让你再多花一个子儿了，因为他们已经不

可能再创造更多的EVA了。那么你还有什么可失去的？”

为了证明这帮美国佬错了，这位老板干脆放手让斯图尔特们来为他的公司设计并且推行一个强有力的奖金计划。结果让人吃惊不小，这家公司大大地降低了成本和资产占用，整个业绩增长竟然超过了EVA计划的三倍。这下子这位CEO该高兴了吧？不料他却说：“我对结果当然高兴，但我对员工一点也高兴不起来了。在我的一生中，还从来没有见过这么多不忠诚的雇员。”尽管如此，他还是保留了这个奖金计划，并且说服了其他很多南非公司采用了类似的计划。

封面故事

1993年，EVA已经在表现良好的公司深深扎根，并开始引起了媒体的关注。在那年夏天的一个关于公司治理、高管激励和股市价值的圆桌会议上，斯图尔特引起了《财富》杂志高级编辑杰夫·科尔文先生的强烈兴趣。会议结束时，科尔文转身对他说：“我很喜欢你今天谈到的EVA话题，咱们一起吃顿饭接着聊聊这个话题好不好？”

午餐结束的时候，科尔文说：“EVA的故事非常重要，它给了经理们合理的评价指标、管理工具和激励方式，可以使他们在资本配置和管理方面更有效率，这解决了公司治理方面的大难题。现在每个人都在谈论公司治理，但对我说来，似乎只有EVA才是真正的答案，我们要写一篇报道。”从那以后，斯图尔特的生活就大不一样了。他说：“杰夫指派肖恩·杜利来采访我们，他还

访问了我们的很多客户，那篇扭转乾坤的文章随即出现在了1993年9月20日的《财富》杂志封面上。这篇题为《EVA如何为股东创造财富》的文章，解释了从可口可乐到CSX等的众多公司是如何用它来改善业绩的。”

在受到《财富》杂志肯定的同时，EVA也开始赢得了包括高盛、JP摩根和瑞士信贷第一波士顿等顶级投资机构的推崇，成为它们评估企业投资价值的基本依据。今天，斯图尔特的新口号是：“思腾思特挖掘价值。”希望把EVA模式推销到中国来。不知在中国市场上等待他的究竟是什么？但愿鲜花和掌声要多一些。

背景

EVA：破解企业财富创造之秘

当我们为今天国内股市和经济领域诸多习见为常的混乱现象而困惑的时候，不妨先定下心来想点别的什么东西，比如企业到底为何物？它又究竟因何而存在？你可能会抱怨说，这个问题太简单也太枯燥了，一点也不好玩。或许是吧？不过，目前我们周围究竟又有多少人把这两个问题想通了呢？恐怕还很难说。实际上，对企业本质的理解正是现代市场经济的基础，美国海军将自己的一艘航空母舰命名为“企业号”，想必不应该是一时的心血来潮吧。

通用汽车和默克制药：谁真正创造了财富

财务和管理专家们最喜欢说，如何为包括企业或项目在内的