

 中国经济前沿问题学术论丛

张平淡 / 著

核心能力

创新

企业价值

HEXINNENGLI
CHUANGXINQIYEJIAZHI

从企业来看,经过教育基本确立了「企业价值最大化」这一终极目标,经过市场竞争知晓了「核心能力」是成功之本。



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

中国经济前沿问题学术论丛

核心能力创新企业价值

张平淡 著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目(CIP)数据

核心能力创新企业价值/张平淡著. —北京: 中国经济出版社,
2007. 3

(中国经济前沿问题学术论丛)

ISBN 978-7-5017-7392-3

I. 核… II. 张… III. 企业—价值论—研究
IV. F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 016387 号

出版发行: 中国经济出版社(100037·北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 叶亲忠 (电话: 010-88380089 E-mail: yeqz@sina.com)

责任印制: 石星岳

封面设计: 华子图文

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京金华印刷有限公司

开 本: 880×1230mm 1/32 印张: 7.75 字数: 180 千字

版 次: 2007 年 3 月第 1 版 印次: 2007 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5017-7392-3/F·5949 定价: 22.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

推 荐 序

经济增长和企业成长为中国管理研究提供了翔实的素材，开放的心态又有利于引进和吸收各国的成熟理论和经验。以熟稔规范的研究框架和扎实的理论功底为基础，以中国企业管理实践和实际为研究对象，探索中国企业管理的特色和个性就成为管理学者当下研究的重要任务之一。

核心能力得到了我国管理学者和企业人士的普遍重视，培育核心能力有利于持续竞争优势的建立、培育核心能力有利于企业价值的增长等都成为普遍的共识，可是，核心能力培育与企业价值增长之间的关系并没有得到充分的研究。

选择研究核心能力和企业价值之间的关系需要勇气，涉及的研究领域比较繁杂，而且，需要研究者具备求知的毅力和扎实的功底，更需要对企业管理实践具备丰富的体验和足够的经验。张平淡博士从硕士阶段就展开对战略管理的系统学习和研究，探索企业成长、企业价值增长的内在原因。博士阶段的研究则是以核心能力为切入点，借助期权理论，创新提出并论证了企业价值是核心能力的递增凹函数这一观点。这种从核心能力角

2 核心能力创新企业价值

度对企业价值的解析能很好地对企业价值进行合理评估，且能很好地解释企业绩效差异之谜，还能在产业结构学派、竞争战略学派和核心能力学派之间建立起联系的桥梁，能定量解释企业为什么需要培育核心能力。

本书是张平淡在其博士论文基础上的研究成果，由此可以看出，张平淡在博士毕业之后仍能矢志不移地进行钻研。作为导师，期待张平淡博士在未来的征途上保持既有的作风，一如既往地进行深入的研究。

韩伯棠教授

北京理工大学管理与经济学院副院长

2007年2月1日

自序

认为企业的终极目标是企业价值最大化，这种看法在美国流行始于20世纪80年代。在这之前，“盈余保留加再投资”是企业近乎一致的选择。关于美国经济的长期研究表明，股权融资对美国企业的长期投资作用并不特别重要，尤其是在20世纪90年代之前。资料显示，在20世纪的大部分年代里（1927~1987年），美国最大的100家非金融上市公司的资金来源中，利润留成的平均比例高达75%以上，债券融资的比例不大，股票融资的比例则更低，大约在5%~6%左右。

然而，20世纪六七十年代，由于两个方面的原因，“盈余保留加再投资”的原则遇到了挑战。其中一个原因与美国公司的成长有关。通过内部成长和并购，传统的美国公司变得过于庞大，拥有太多的事业部和太多不同种类的业务。公司的总部与实际从事生产资源开发和利用的直接过程日益隔膜，无法在深入理解的基础上作出使公司的资源和收益得到合理配置的决策，因而无法使“盈余保留加再投资”的战略继续取得成功。另一个原因则与新的竞争者出现有关，主要是日本企业对美国

市场形成了极大的冲击。

代理理论的兴起和美国机构投资者话语权的持续扩大，从根本上彻底改变了“盈余保留加再投资”这一基本原则。20世纪70年代，正当美国的制造业公司为过度集权化和国外的创新竞争苦恼不已的时候，一批美国的金融经济学家建立了一种叫做代理理论的公司治理学说。他们坚信，市场的资源配置效率永远会优于组织，因此，他们在意识形态上先入为主地反对公司，亦即管理者对资源和收益的经济分配。此外，在20世纪70年代，对股东价值的追求还受到了另一股新兴势力，即机构投资者的支持。股票持有者从个人投资者转向共同基金、养老金和人寿保险公司，使代理学派鼓吹的公司接管得以实现，并使股东对其持有股票的公司拥有了较以往大得多的集体影响力。显然，在这一演变过程中，管理者与机构投资者进行了合流，这从管理者的主要收入来自股票增长的收益可见一斑。

就这样，在创造股东价值的旗号下，过去30年间，美国公司高层管理者资源分配的战略导向发生了引人瞩目的变化，从“保留盈余加再投资”转向了“裁员加分红”。企业价值最大化逐渐成为企业的至高目标。1999年，OECD发表了《经合组织公司治理原则》，强调公司应当首先并最终依据股东的利益加以管理。

在强势美国管理思潮的强烈影响下，中国企业，无论从实践界，还是从理论界，几乎毫不犹豫地嫁接了

“企业价值最大化”这个基本准则。不过，对于中国企业人士和理论研究学者来说，重要的不仅仅在于宣贯、确立“企业价值最大化”这个准则，更在于探讨如何提高企业价值这一基本命题，这为本书的研究提供了广阔的研究背景和视野。

世纪之交前后，“核心能力”受到了中国企业人士和理论研究学者的普遍欢迎。在羡慕跨国公司高利润和受困于“中国制造”瓶颈的挑战下，中国企业人士和理论研究学者都在积极探索破冰求发展的路径和方法。无疑，“核心能力”正是我们所需要的，一时间成为众多企业热捧的对象。从企业来看，经过教育基本确立了“企业价值最大化”这一终极目标，经过市场竞争知晓了“核心能力”是成功之本，那么，“企业价值最大化”这个目标和“核心能力”这个手段之间有没有着密切的正向联系，究竟是一种什么样的关系呢？

交叉之中的困惑，最终被确定为具体的研究工作，在导师韩伯棠先生的指导和帮助下，在攻读硕士、博士期间，我一直都把“核心能力”和“企业价值最大化”之间的关系作为研究对象。即使在获得博士学位之后，仍然将其作为理论研究和实践的主线。

本书是基于博士学位论文基础之上的研究成果，在于对研究过程的一个小结，并将其作为未来研究和实践的一个研究的起点，一面反思的镜子，一个探讨的靶子，热情希望得到师长、朋友、关心人士的批评、指导

4 核心能力创新企业价值

和帮助。在持续学习、研究过程中，中国经济出版社的魏民先生、叶亲忠先生给予了极大的帮助。囿于能力和见识，书中难免会有一些偏颇甚至错误之处，请不吝指正并致信 pingdanzhang@bnu.edu.cn 为谢。

张平淡

2007 年 1 月

目 录 CONTENTS

第 1 章 企业价值之源/1

- 1.1 企业价值之谜/1
- 1.2 企业价值的研究思路/3
- 1.3 本书的篇章结构/5

第 2 章 企业价值的理论研究/9

- 2.1 企业价值/9
- 2.2 企业价值评估方法评述/17
- 2.3 企业价值理论的发展/26
- 2.4 本章小结/41

第 3 章 企业价值之源的核心能力探讨/43

- 3.1 核心能力/44
- 3.2 企业价值之源的探索/56
- 3.3 企业发展的核心能力分析/70
- 3.4 本章小结/82

2 核心能力创新企业价值

第4章 核心能力的期权评估/84

- 4.1 期权理论及实物期权应用/85
- 4.2 核心能力的评估/95
- 4.3 核心能力的期权评估/109
- 4.4 核心能力期权评估的应用/123
- 4.5 核心能力评估方法的比较/139
- 4.6 本章小结/150

第5章 企业价值的核心能力分析/151

- 5.1 基于核心能力的企业价值评估公式/151
- 5.2 基于核心能力的企业价值评估公式的性质
及企业价值决定因素分析/161
- 5.3 基于核心能力的企业价值评估在企业价值
管理中的应用/179
- 5.4 基于核心能力的企业价值评估公式的应用/188
- 5.5 企业价值评估方法的比较/200
- 5.6 本章小结/214

第6章 结束语/216

后记/220

参考文献/222

第 1 章

企业价值之源

1.1 企业价值之谜

作为经济主体的企业，追求盈利是其本性所在，因此，绩效便成为企业经营的指挥棒。企业价值最大化是企业的终极目标，企业价值是企业绩效的最佳反映，这两者已得到了广泛的认同，这样，企业价值评估和企业价值创造便成为人们研究和实践的重点和热点。

自莫迪利安尼（Modigliani）与米勒（Miller）的 MM 理论起，企业价值理论经过四十多年的发展已经比较成熟了，形成了以企业价值评估和企业价值管理为主的内容体系。随着新经济的深入发展，特别是网络经济的发展，企业价值理论在解释新生现象时遇到了越来越多的挑战，尤其是高新技术企业的企业价值评估和股票估价问题，如 1998 年亚马逊公司（Amazon）股价飙升

现象。根据标准的现金流折现法 (DCF) 推算, 即使亚马逊公司在 10 年后垄断了全美国的图书零售行业, 也无法达到根据其股价 (指当时的 214 美元/股) 推算出来销售收入的三分之一, 更何况亚马逊股价在这之后更是飙升突破 400 美元/股。传统企业价值理论不能解释的还有, 美国的邦诺书店 (Barnes & Noble) 与亚马逊都主要从事图书零售, 邦诺书店的零售额是亚马逊的 5 倍, 但 2000 年亚马逊的市场价值是邦诺书店的 7 倍。我们不禁要问: 企业价值究竟为几何? 企业价值之源究竟是什么?

竞争战略理论在 20 世纪 80 年代的盛行凸显了企业追求竞争优势的重要性, 以产业结构学派和竞争战略理论为代表的竞争优势外生论认为行业结构决定企业的绩效水平, 网络企业的价值高涨似乎就是支持的现实案例, 但这却得不到实证研究的支持。鲁梅尔特 (R. P. Rumelt) 早在 1982 年的实证研究表明行业结构对企业绩效差异的解释十分有限, 于是, 对企业竞争优势之源的探索转向企业内部, 竞争优势内生论逐渐占据主导地位。自普拉哈拉德 (C. K. Prahalad) 和哈默尔 (G. Hamel) 1990 年提出核心能力 (Core Competence) 这一概念以来, 核心能力是企业竞争优势之源便得到了普遍的认可。1977 年, 美国经济学家 D. C. Mueller 的实证研究表明企业绩效之间存在持久的差异, 即企业绩效差异之谜, 可这得不到产业结构学派、竞争战略学派的理论解释, 尽管核心能力理论断定企业持续竞争优势源自于核心能力差异, 但并不能在数学联系上予以支持。也就是说, 虽然从定性上竞争优势的外生论和内生论都可以对企业竞争优势予以解释, 但却无法从定量关系上说明其内在的复杂关系。另外, 企业现实经营还存在一些普遍的疑惑: 核心能力是很重要, 但培育、提升核心能力能为企业绩效带来什么样的好处? 行业选择是企业战略的重要内容, 企业所处行业的结构或状况对企业绩效的作用究竟有多大?

1.2 企业价值的研究思路

企业价值最大化是企业的终极目标，而且已成为企业绩效的最佳评估标准，因此，如何实现企业价值创造、如何推动企业价值增值就成为企业价值理论的主要研究内容，这也是价值管理近年来受到追捧的直接原因。

企业价值评估理论自MM理论之后已经比较成熟，确定了企业价值是企业预期现金流收入的现值这一基本命题，不过，在环境不确定性愈来愈大的今天，标准的现金流折现法（DCF）会系统低估企业价值，这一现实困境促使我们不得不寻求新的企业价值评估思路方法。另外，价值管理理论更多是从会计数据来解析企业价值的推动要素，这是一种历史的后向审视，显然，这与企业价值的本质是预期现金流收入的现值不相吻合。

核心能力是企业竞争优势之源，这已成为不争的事实。而持续竞争优势的绩效反映应该就是企业价值的最大化过程，由此看来，核心能力与企业价值具有某种必然的联系。

深入分析现金流折现法（DCF）系统低估企业价值的原因，不难发现，这种源自于投资决策的评估方法隐含假定了企业是同质的，因此，从分析企业异质性出发去完善现金流折现法（DCF）无疑在理论推导上是较为完备的。而在完全有效市场上，用企业市场价值或股票价格作为现金流的替代在理论上无疑也是完备的。

从核心能力的角度来看，企业异质性表现为企业核心能力因应环境不确定性的演变过程，这种演变过程推动了企业的发展，表现轨迹为企业现金流的运动，因此，企业发展过程就是企业核心能力的演变过程和现金流的运动过程，即核心能力驱动现金流

的演变过程,也是企业价值的最大化过程,这样,我们就可以在企业价值与核心能力之间建立起了理论联系。

期权理论从金融领域向管理领域的延伸为本书的工具选择提供了较好的方法。期权定价推导过程中应用的 Δ -对冲技巧从标的资产的价格变动率和标的资产的起始价格来刻画期权的价格变化过程,同样,企业价值的演变是核心能力驱动企业现金流的过程,于是,通过定义我们在企业价值变动率和核心能力之间建立联系,从而为从企业绩效(企业价值)的角度评估核心能力打开了通路,提出了核心能力评估的一种新方法:基于企业价值的核心能力评估。具体操作方法是:在企业价值的演变历程中选取一个时间段($[T_{-t_1}, T_0]$),在有效市场成立的假设下,对于上市企业而言,就可以通过两个时间点(T_{-t_1} 和 T_0)的股价/企业市场价值(V_{-t_1} 和 V_0)、两个时间点的时间长度($t_1=0-(-t_1)$)、无风险利率(r)、股价波动率/企业价值波动率(σ)对企业核心能力进行测度,这种测度得到的是过去一段时间内企业核心能力的绩效结果,是从绩效结果出发对核心能力的一种度量,本书将其称之为核心能力的期权测度(C_{option})。

进一步,企业价值理论重点在于指导企业价值的创造,需要把企业价值创造的核心要素纳入企业价值评估当中,因此,需要对企业价值演变的未来前景予以很好的定义或描述,于是,在核心能力期权测度的基础上,通过合理的假定,假定企业核心能力在未来一段时间段($[T_0, T_{t_2}]$)内不发生变化(即 $[T_{-t_1}, T_0]$ 和 $[T_0, T_{t_2}]$ 两个时间段内的核心能力保持不变),环境也不发生变化(即 $[T_{-t_1}, t_0]$ 和 $[T_0, T_{t_2}]$ 两个时间段内股价波动率/企业价值波动率不发生变化),反向去预测未来某个时点企业价值的演变可能(即得到从时点 T_0 到时点 T_{t_2} 的企业价值演变变化情况),从而在核心能力、现金流、行业平均风险水

平或利润水平、无风险利率、时间这五个变量与企业价值之间建立起了数学联系，能很好地对现有企业价值评估方法予以改进。当然，也可以合理地假定在未来时段（ $[T_0, T_{i_0}]$ ）内企业核心能力或外部环境的变化可以描述。这种从核心能力角度对企业价值的解析不仅能很好地对企业价值进行合理评估，而且能很好地解释企业绩效差异之谜，还能在产业结构学派、竞争战略学派和核心能力学派之间建立起联系的桥梁，更重要的是，能从数学联系上解释企业为什么需要培育核心能力，企业为什么要选择一个好的行业或产业。

1.3 本书的篇章结构

本书的篇章结构如下：

第1章“企业价值之源”介绍了本书的选题意义与研究思路。

第2章“企业价值的理论研究”系统回顾了企业价值的理论及其发展，分析比较了企业价值评估的三种主要方法：资产法、市场法和收益法。从企业价值是预期现金流收入的现值这一基本命题出发，资产法因其加和的线性思想而在通常情况下不能被接受，市场法并不能对企业价值进行合理的预测，而收益法，尤其是现金流折现法，尽管是当前企业价值评估的主流，但其在本质上隐含了企业同质这一假设，不仅与企业异质这一客观现实相悖，而且在环境不确定性愈来愈大的今天会系统低估企业价值，这就要求人们寻求新的企业价值评估方法。从当前的研究现状来看，融合期权思想的现金流折现法和价值管理工具是改进传统企业价值评估方法的主线。遗憾的是，前者无法摆脱线性加和这一哲学思想的不足，而后者并没有从实质上解释企业对环境不确定性的应对，也没有揭示企业的价值之

源。本书在文献综述的基础上提出了新的研究角度与思路，即从核心能力构建企业的异质性表述，从企业发展的规律去探索企业价值之源。

第3章“企业价值之源的核心能力探讨”从理论上定性证实了核心能力是企业价值之源。自普拉哈拉德和哈默尔1990年提出核心能力这一概念以来，核心能力理论便得到了普遍的认可和持续的发展，目前仍在不断发展当中。核心能力是企业竞争优势之源是不争的结论，在把企业价值视为企业利润（绩效）的长期表现后，对企业价值之源的探索就转化为对企业竞争优势来源的分析。本章定性阐释了核心能力是企业绩效/企业价值的决定因素，并从企业异质性和企业发展角度进一步发展了核心能力的概念，认为核心能力是企业应对环境不确定性的能力体系，通过配置企业资源来匹配环境的机会与需求的能力体系。在此基础上构建了企业异质性的核心能力分析，认为企业是由异质的、非竞争性的核心能力和同质的、竞争性的现金流所构成，得到了核心能力是企业价值之源这一重要结论。进一步剖析了企业发展规律，从系统理论的角度把企业发展分解为企业内部优化的自组织过程（对应企业发展的完善环节），以及因应环境不确定性变化的自适应过程（对应企业发展的成长环节），并提出了企业发展的跃迁模型。环境不确定性程度较大的情形下，企业发展更多地表现为自适应发展，把握环境机会是企业发展的核心；环境不确定性程度较小的情形下，企业发展更多地表现为自适应发展，完善自我是企业发展的重点。

第4章“核心能力的期权评估”借用期权思想并借鉴了期权定价公式推导过程中所用到的 Δ -对冲技巧，在合理的假设条件下，通过定义在企业价值演变变动率和核心能力之间建立联系，这样，就可以用一段时间跨度内企业现金流或企业价值、行业平均风险（利润）水平或企业价值波动率、无风险利