

a mindset
business 一体 与思想有关

OUT

The

股神 沃伦·巴菲特 强烈推荐
投资巨擘 查理·芒格 亲自审定
中国知名投资人 张化桥 倾情作序

商界局外人

巴菲特尤为看重的八项企业家特质

Eight Unconventional CEOs and Their Radically
Rational Blueprint for Success

[美] 威廉·桑代克 (William N. Thorndike, Jr.) 著
许佳 译

INSIDE

STORY



北京联合出版公司
Beijing United Publishing Co., Ltd.

The OUT

商界局外人

巴菲特尤为看重的八项企业家特质

Eight Unconventional CEOs and Their Radically
Rational Blueprint for Success

[美] 威廉·桑代克 (William N. Thorndike, Jr.) 著

许佳 译

INSIDE

图书在版编目 (CIP) 数据

商界局外人 / (美) 威廉·桑代克著; 许佳译. —北京: 北京联合出版公司, 2016.6

ISBN 978-7-5502-7801-1

I. ①商… II. ①威… ②许… III. ①企业管理 IV. ① F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 118623 号

著作权合同登记号

图字: 01-2016-3408

上架指导: 企业管理 / 企业经营

版权所有, 侵权必究

本书法律顾问 北京市盈科律师事务所 崔爽律师
张雅琴律师

商界局外人

作 者: [美] 威廉·桑代克

译 者: 许 佳

选题策划:  闻读文化

责任编辑: 管 文

封面设计:  李新泉

版式设计:  尹秋羨

北京联合出版公司出版

(北京市西城区德外大街 83 号楼 9 层 100088)

北京鹏润伟业印刷有限公司印刷 新华书店经销

字数 179 千字 720 毫米 × 965 毫米 1/16 14.5 印张 1 插页

2016 年 9 月第 1 版 2016 年 9 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5502-7801-1

定价: 59.90 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书部分或全部内容

版权所有, 侵权必究

本书若有质量问题, 请与本公司图书销售中心联系调换。电话: 010-56676356

The Outsiders

Eight
Unconventional CEOs
and Their
Radically Rational
Blueprint for Success
推荐序

中国企业最不喜欢做的几件事

张化桥

万穗小额贷款公司董事长

上周，我到伦敦 GIM 基金公司餐叙，有幸获赠了威廉·桑代克在 2012 年出版的《商界局外人》一书，非常有趣！

此书简单易读。它讲了 8 家美国上市公司在过去 40~50 年内持续为股东创造超高收益率的故事。这 8 家公司有以下几个共同点。

长期地、大量地回购自己的股票。比如，特利丹公司在 1972—1984 年间，从公开市场回购了自己公司 90% 的流通股！华盛顿邮报公司光在 2009—2011 年间，就通过回购把股票总数缩减了 20%。食品巨头罗森 - 普瑞纳公司回购了 60% 的流通股。其 CEO 说，投资自己是把握最大的投资，全部在自己掌控之中。其实，任何并购和资本支出都必须跟回购股票的收益进行比较。这是一道最低的门槛。减少股份，可以增加净资产收益率，提高资金使用效率，也可以增加每股收益和含金量。现金太多，就会造成浪费，容易投资愚蠢的项目。

过去 5 年，埃克森美孚公司回购了净发行股票的 25%。另外，思科、苹果、

IBM 和甲骨文这四家公司光在过去 12 个月，就回购了总计 900 亿美元的股票。

高额分红当然好，但由于分红需要缴纳两次税（公司层面、股东层面），所以回购股票（不涉及税收）其实是最好回馈股东的办法。可以一边回购股票，一边借款扩张（利息费用能够在税前扣除）。

只要价格合适，管理层随时乐意把主营业务卖掉，做减法。在中国，把主营业务卖掉会涉及一些额外问题：管理层的职位安排问题、第二套账目（或者第三套账目）问题、历史黑洞问题、权利问题以及面子问题等。

随时准备并购其他企业。TCI 有线电视公司在 1973—1989 年间，做了 482 项并购，基本上每两周并购一家企业。当然，要买，就必须有人愿意卖才行。中国人认为只有“撑不下去了，才卖”，所以，想买的人也就买不成。

不到万一，不愿意增发新股。他们几十年下来，要么股数大减，要么不变。大众影院公司的 CEO 迪克·史密斯认为增发新股是非常痛苦的事情，就像挖他家祖坟一样。在他的任期内，他回购了公司 33% 的流通股。他们做回购有时是在市场内买，有时是拍卖式定额回购。比如，公司现在准备回购 8 亿美元股票，价低者得，收完为止。过一段时间，现金多了，再重复。

TCI 有线电视公司在 CEO 马龙的任期内，回购了净发行股票的 40%。他非常强调节省，拒绝更新该公司在美国各地有线电视业务中的落后的（或者被证明了）技术：让先烈们去发明、开拓和验证吧。先烈们的背上经常插着箭，他们往往被乱箭射死。“等等再投资，我们不会丢失主要的地盘，不幸的是，有线电视技术的先行者们总是敢于冒险。”马龙如是说。

这让我想起巴菲特的一句话。他曾说，去太空旅游当然激动人心啦。不过，我很乐意把这份激动让给他人。

像投资一样管理：不凡特质创造惊天收益

沃伦·巴菲特
股神

给真正优秀的 CEO 支付再高的薪酬也很难说是过度的，但这种 CEO 却是罕见的。

比尔·帕塞尔斯
传奇教练

你是谁由你的纪录说了算。

约翰·坦普尔顿
著名基金经理人

成功总是有迹可循。

过去 50 年里，谁是最伟大的 CEO？

如果你和绝大多数人一样，那么用脚后跟都能猜到你会给出“杰克·韦尔奇”这个答案，个中缘由不难理解。1981—2001 年的 20 年间，韦尔奇一直掌管通用电气这家美国最具明星色彩的公司。在其任期内，通用电气公司的股东赚得盆满钵满，年复合收益率达到 20.9%。如果在韦尔奇刚升任 CEO 那会儿，你

投资 1 美元购买通用电气公司的股票，那么到他把帅印交给接班人杰夫·伊梅尔特的時候，你会收获到令人惊讶的 48 美元。

韦尔奇兼具活跃的经理人与企业公关大师双重身份。他是位充满传奇色彩的行者，喜欢马不停蹄走访通用电气公司分布广泛的业务部门，不知疲倦地给经理人们评定等级并让他们在不同业务部门轮岗。他还在全公司积极推行新的整体战略，并冠之以带有异国风味的名称，如“六西格玛”“全面质量管理”。韦尔奇个性活泼、好胜心强，热衷和华尔街以及商业媒体打交道。在聚光灯下，他非常怡然自得，所以在任职通用电气公司 CEO 期间，他是《财富》杂志封面上的常客。即使退休了，他还会因偶尔发表非常有争议的言论而出现在报刊的头版头条——话题涉及五花八门的商务主题，包括其继任者的业绩表现等。此外，他还写了两本阐述管理之道的书，标题一如既往的斗志昂扬，比如《肺腑之言》(*Straight from the Gut*)^①。

显赫名望和出色收益率，使韦尔奇已经成为衡量所有 CEO 表现的公认标杆。他代表着一种特殊管理风格，其特点就是强调对运营的积极监控、保持与华尔街的正常沟通、密切关注股价等。然而，他是不是过去 50 年最伟大的 CEO 呢？

答案是大写的“不是”。

用数据说话，谁才是最伟大的 CEO

要解释上述结论的由来，我们必须一开始就明确一种新的、更加精确的方法，用以衡量 CEO 的能力。CEO 就像职业运动员，在一个结果高度可量化的领域里相互竞争；不过还没有某个普遍被认可的指标，可以用来衡量他们的业绩表现，就如评价棒球投手的投手自责分率、评价外科医生的手术并发症率或者评价曲棍球

^① 本书中文简体版引进出版时书名译为《杰克·韦尔奇自传》，此处保留原书名直译。——编者注

守门员的目标截球平均值等。也许，商业媒体根本就不打算用精确的方法去界定业绩出众者。

相反，它们通常只关注“《财富》世界 100 强”那样规模庞大、声名显赫的公司。这就是那些公司的 CEO 如此频繁出现在顶尖商业杂志封面上的原因。媒体通常关注的指标只是利润与收入的增长。这听起来就像《体育画报》的封面上总是出现长得最高的棒球投手和最为狂野的曲棍球守门员一样。显然，**判断 CEO 是否伟大的终极指标应该是每股价值的增长，而不是销量、收入或员工数量的增长。**

我们在评估投资产品的业绩表现时，并非依据它的绝对收益率，而必须参考市场整体和同类产品的收益率。

同理，在评估一个 CEO 是否伟大时，你需要知道三件事：

1. 任期内带给股东的年复合收益率；
2. 同一时期同行的年复合收益率；
3. 市场整体的年复合收益率（这往往用标准普尔 500 指数来衡量）。

市场的主旋律往往会起到非常重要的作用，它的起点和终点对 CEO 的业绩能产生巨大的影响。韦尔奇的任期就差不多正好和一波史诗般的牛市相重合；它始于 1982 年末，不间断地延续到了 2000 年初。在这一不同寻常的时期，标准普尔的平均年收益率是 14%，差不多是其长期平均收益率的 2 倍。在大牛市中取得 20% 的收益率是一回事；在包含几次大熊市的时间段内，能取得 20% 的收益率，则是另一回事了；两者的含金量迥然不同。

为了方便你理解这一点，我们可以用棒球类比说明一下。20 世纪 90 年代中后期，兴奋剂在棒球选手中泛滥成灾，对于当时的攻方选手来说，连续 29 记本垒打根本不值一提（水平高的选手可以连续击打出 60 多记）。不过当贝比·鲁斯（Babe Ruth）在 1919 年做到这一点时，他打破了于 1884 年创下的纪录；这永远地改变了棒球，引导它成为一种现代的、以力量为导向的竞赛。这再次说明，对

于我们正确评价事件而言，历史情境非常重要。

在评估一个 CEO 的业绩时，另一个重要维度就是对照同侪的表现。通过在同等条件下的数据对比，这个 CEO 和众多同侪孰优孰劣，就会一目了然。像复式桥牌比赛一样，如果在某个行业内，各竞争对手拿到的牌不分伯仲，那么它们之间的长期业绩差别就更可能源于领导者的管理能力，而不是外部因素。

拿 2000 年的一家金矿公司 CEO 的业绩和 2011 年的作比较，没有任何意义。在前一个时间点，金价每盎司只有 400 美元；而在后一时期，金价高达 1 900 美元。黄金行业的 CEO 们无法控制产品的价格，市场发到他们手里的牌是给定的，他们能做的就是为股东做到最好。所以要评估他们的业绩表现，最有意义的方式就是与在同等条件下的其他 CEO 比较。

如果某个 CEO 能够带来比同侪和市场整体更好的回报，他就当得起“伟大”一词。按照这个标准，韦尔奇在他任职通用电气 CEO 期间的业绩是标准普尔 500 指数的 4.3 倍，显然他是一位当之无愧的伟大 CEO。

不过，他和亨利·辛格尔顿（Henry Singleton）还是无法相提并论。

力压韦尔奇，辛格尔顿为何如此传奇

如今只有少数投资人和行家知道，亨利·辛格尔顿是一位了不起的人物；对于 CEO 这个职位来说，他的背景显得很寻常。辛格尔顿是一位世界级数学家，喜欢蒙上眼睛玩国际象棋；在攻读电气工程博士学位期间，他还为麻省理工学院第一台电脑编写了程序。第二次世界大战期间，他研究出一种消磁技术，使盟军的战舰得以躲避雷达搜索。20 世纪 50 年代，他还开发出一款惯性导航系统软件，至今仍被用于绝大多数军用和民用飞机上。这些都发生在 20 世纪 60 年代早期，也就是在创立联合企业特利丹公司（Teledyne）之前，此后他开始迈入伟大 CEO

的行列。

20世纪60年代，有大批联合企业公开发行股票，它们就相当于如今的互联网上市企业。当时，辛格尔顿掌管着一家非常独特的联合企业。早在它变得闻名遐迩之前，他就非常积极回购自己的股票，最终买回了90%以上的特利丹公司股票。他回避分红，与报告期盈余相比更重视现金流；他积极使整个组织去中心化，且从不分拆公司股票。他的所作所为，使特利丹在20世纪七八十年代的大部分时间里，成了纽约证券交易所股票价格最高的企业。由于不愿意与分析师或者记者交谈，他被戏称为“斯芬克斯”，且从未登上过《财富》杂志的封面。

辛格尔顿是一个偶像破坏者（iconoclast），其离经叛道的举措，引发华尔街和商业媒体群起而攻之。结果表明，他完全有理由对这些批评视而不见。他那些更出名的同侪所带来的长期收益率大多不好不坏——年平均只不过11%，比标准普尔500指数好不了多少。

与之形成鲜明对照的是，辛格尔顿执掌特利丹公司将近30年，给其投资人带来的年复合收益达到了惊人的20.4%。如果你在1963年投资1美元给辛格尔顿，那么到1990年当他在一波严重熊市的当口卸任董事长时，这1美元将增值到180美元。如果将这1美元投给大多数其他联合企业，就只增值到27美元；如果你采取跟随标准普尔500指数的策略，则仅收获不到15美元。辛格尔顿的业绩令人瞩目，几乎是指数的13倍。

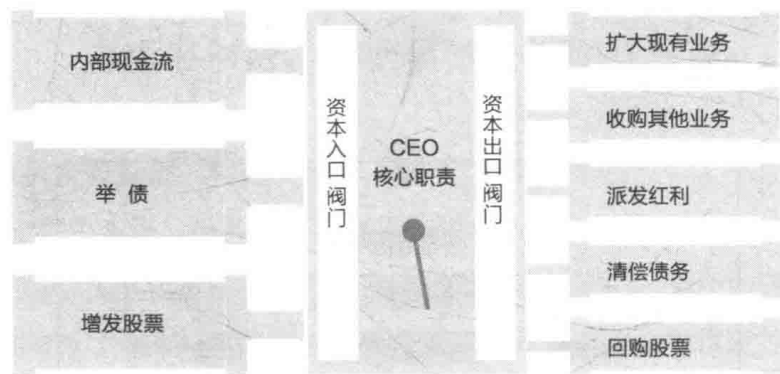
辛格尔顿	VS	韦尔奇
20.4%	年复合收益率	20.9% 
 28年	持续时间	20年
 几次大熊市	市场主旋律	超级大牛市
 180美元	1美元最终收益	48美元

按照我们对成功的定义，辛格尔顿就是比杰克·韦尔奇还要伟大的 CEO。他的业绩数据明显更好：与同侪和市场整体相比，他的每股收益更高，而且他保持这一增长水平的时间更长（以 28 年相比于韦尔奇的 20 年），其所处的市场时段还经历了几次漫长的熊市。

他的成功并非源自特利丹公司拥有什么独特的、快速增长的业务。更靠谱的结论应该是，辛格尔顿之所以显得卓尔不群，主要因为他是资本配置大师。资本配置这个略显神秘的领域，决定着如何配置公司的资源，从而为股东赚取最大收益。所以，就让我们花些时间来了解一下，什么是资本配置，为什么它如此重要，以及为什么只有如此少的 CEO 真正精于此道。

重新定义职责，CEO 的超级工具箱

要想成功，CEO 需要做好两件事：**第一，高效管理运营活动；第二，配置从运营活动中产生的现金流。**大多数 CEO（管理类图书就是他们写的，也是他们读的）更专注运营，这当然无可厚非。与之不同的是，辛格尔顿却把他的主要精力投向了第二件事。



资本来源和去向的选项可以被整体视为一个工具箱。长远来看，股东收益很大程度上就取决于 CEO 在这些选项中决定采用（以及回避）哪些工具。简单说来，

两家公司如果有同样的运营成果和不同的资本配置方法，其对股东价值的长期影响就会有天壤之别。

本质上说，资本配置就是投资；所以，CEO 其实就是投资人。事实上，这个角色很可能是每位 CEO 必须承担的。不过虽然它是如此重要，在顶尖商学院中，却根本没有关于资本配置的课程。沃伦·巴菲特曾经注意到，只有少数 CEO 对此项使命有所准备。

许多公司的头头们都不精通资本配置。他们的不足倒也毋庸大惊小怪。大多数公司高层都是因为在诸如营销、生产、工程、管理或者制度政治等领域表现出色才得以晋升的。然而，一旦成为 CEO，他们就得决策资本配置。他们此前从未从事过这一关键的工作，又很不容易马上就精通。这就好比一个非常有才华的音乐家，其事业的巅峰不是去卡内基音乐厅表演，而是被任命为美国联邦储备委员会主席。

这种经验不足会对投资人的收益产生一种直接且重要的影响。对这种技能差异所带来的潜在影响，巴菲特强调道：“一个干满 10 年的 CEO，如果其公司每年的收益能够保持在公司净值的 10%，他多半负责配置公司超过 60% 的可用资本。”

辛格尔顿是一位资本配置大师。纵览这些不同的资本配置方法，他做出的决策与其同侪迥然有别，并给股东的长期收益带来了巨大正面影响。尤其是，辛格尔顿将特利丹公司的资本集中于选择性收购和一系列大规模股票回购。他很少发行新股，却经常举债，直到 20 世纪 80 年代后期才派发了一次红利。其他联合企业的资本配置战略与之相比，如同镜中影像一样左右颠倒——积极发行股票用以公司并购、派发红利、避免股票回购，通常很少举债。简而言之，他们采用了不同工具，带来了非常不同的结果。

如果你从更宽泛的角度思考资本配置，比如将人力也视为一种可配置的资源，你会再次发现，辛格尔顿的方法非常独特。他特别崇尚一种去中心化到极致的组织形式，公司总部只保留极少员工，运营的责任和权威都集中在各业务部门的总

经理手中。辛格尔顿的同僚通常采取完全不同的做法；他们的企业总部有大批员工，充斥着副总裁和MBA们。

事实表明，过去50年里，绝大多数出色的、真正了不起的CEO，都是资本配置高手。事实上，他们的方法与辛格尔顿的惊人相似。

不约而同，伟大CEO的交集

1988年，沃伦·巴菲特写了一篇关于投资人的文章。在文中，他总结了这些投资人的共同特点：有着出色的业绩记录，并笃信哥伦比亚大学商学院的传奇教授本杰明·格雷厄姆和戴维·多德所提出来的价值投资原则。格雷厄姆和多德打破常规，鼓励买进这样的企业：它们的净资产实际价值被低估，所以能以很低折扣买到手^①。

为了说明出色的投资回报与价值投资原则之间存在强相关，巴菲特打了个比方：想象一场2.25亿美国人参加的全美抛硬币比赛。每人拥有一美元初始资金，且每天只能参赛一次；输者退出比赛，而赢家将把此前所赢得的钱都投入后一天比赛。20天之后，会剩下来215人，每个人拥有100万美元。巴菲特指出，这一结果纯粹取决于运气；让2.25亿只大猩猩来比赛也会得到同样结果。接下来，他谈及一个非常有趣的窍门：

然而，当你发现其中40只猩猩都来自奥马哈（Omaha）的某个动物园，你将会非常肯定自己正在发现某些东西……科学探究本质上也遵循这一模式。如果你试图分析某种罕见癌症的各种可能病因，并发现在蒙大拿某些以采矿为主要经济来源的小镇出现了400例病例，你就会对那里的水质、那些癌症患者的职业或者其他变量很感兴趣。我想，

① 本杰明·格雷厄姆被誉为证券分析之父。他和多德合著的《证券分析》一书畅销80年，充当了无数美国最杰出投资家的启蒙教程。其中文简体版由湛庐文化策划，中国人民大学出版社出版。——编者注

在投资的世界里，存在一个信奉相同投资理念的小村庄。在抛硬币比赛的获胜者中，出自这个村子的人占了很大比例——远超村庄总人口占美国总人口比例。这个村落或许可以称之为“格雷厄姆-多德村”。

历史学家劳蕾尔·乌尔里克（Laurel Ulrich）曾写到，循规蹈矩的女性很少创造历史。套用她的说法，我们可以认为遵循传统的 CEO 也极少打败市场或者他们的同侪。在投资的世界，把管理活动视为投资的人很少。如果你把他们列成一张表，就会发现，他们也都是偶像破坏者。



这些人是管理界特立独行之士，也正是本书将描述的人。他们掌管的公司所处的市场既有增长的，也有衰退的；所涉及的行业五花八门，涵盖制造、媒体、军工、消费品和金融服务等。就企业规模和成熟度而言，他们的公司也有很大差别。相比于同侪，他们当中没有一家拥有热门的、可快速推广的零售模式或者知识产权优势，但最后都完胜其同侪。

和辛格尔顿一样，他们都找到了非常与众不同的方法处理各自业务，也总是引来同侪和商业媒体的诸多评论和质疑。甚至更加有趣的是，虽然他们分别独自

建立了这些原则，但事实表明，他们也都是偶像破坏者。换句话说，从这些伟大 CEO 破除思维禁锢的行为中，可以归纳出一个相同的模式；是否运用这一模式与出色的收益之间存在高度相关性。这其实为人们提供了一张蓝图，使我们可以推断投资一家企业在未来是否可以获得高额收益。

他们好像在一个共同宇宙从事经营活动。这个宇宙由那些笃信同一组原则（世界观）的人构成。正是这种对原则的笃信赋予了他们在一个小智识村落中的公民权。让我们称之为“辛格顿村”吧。只有这个村落里的男女选民们会明白，除了其他事务之外：

- 资本配置是 CEO 最重要的工作。
- 长远来看，重要的是每股价值的增长，而不是总的增长或者规模扩大。
- 现金流，而不是报告期所得，决定着股票的长期价值。
- 去中心化的组织解放了企业家的活力，降低了成本和积怨。
- 对于获得长期成功来说，独立思考非常关键；与外界顾问（华尔街、商业媒体等）打交道会分散精力、浪费时间。
- 有时候最好的投资机会恰恰是你自己的股票。
- 说到收购，耐心是一种美德……偶尔也得胆大起来。

非常有趣的是，在许多案例中，这些人挑衅传统的行为都因为地理因素而得以加强。他们中大部分人将办公地点设在诸如丹佛、奥马哈、洛杉矶、亚历山德里亚、华盛顿和圣路易斯这样的城市，远离波士顿 - 纽约走廊的金融核心区。这个距离有助于将他们与华尔街主流智慧的喧闹隔离开来。有两位 CEO 的办公室虽然在美国东北部，但同样是不起眼的场所。迪克·史密斯（Dick Smith）的办公室在郊区一个商场的后面；汤姆·墨菲（Tom Murphy）则在曼哈顿中心的一个居民区上班，距离华尔街有 60 个街区。

辛格顿村村民都有着一组非常有趣的个性特征：他们通常都很节俭（常常成为人们调侃的话题）、谦和、擅长分析并且为人低调。他们关心自己的家庭，经常早早离开办公室，为的是参加子女学校的活动。他们通常都不在意 CEO 这个角

色的对外表现。他们不会去商会发表演讲，也不参加达沃斯论坛。他们很少出现在商业出版物的封面上，也不写什么管理咨询类的图书。他们既非啦啦队队长，也不是推销人员或者自来熟的家伙。总之，他们并不拥有那种超凡的人格魅力，和诸如史蒂夫·乔布斯、山姆·沃尔顿、赫布·凯莱赫、马克·扎克伯格这些人迥然不同。类似后者这种高调的 CEO 是商业界的天才。就像苹果砸中牛顿一样，这些人的脑子中经常会出现灵光乍现的一刻，继而以一种近乎癫狂的专注和决心去实现新想法。显然，这些天才所处的环境与绝大多数企业 CEO 所面对的少有类似之处（他们的职业经历中也就少有可借鉴的经验）。

商界局外人则既没有沃尔顿和凯莱赫那样的超凡人格魅力，也没有乔布斯和扎克伯格那样的营销或技术天分。事实上，他们的境况倒是最能代表典型美国企业的 CEO。而他们所获得的收益率，无论怎么说都不能算是平凡的。如图 I-1 和 I-2 所示，平均下来，他们的业绩表现超过标准普尔 500 指数 20 多倍，超过同行 7 倍多。所以我们应该关注这些收益率是如何达到的。就像水门事件中的线人“深喉”（Deep Throat）所说的，我们得“顺着钱的方向走”，仔细看看这些商界局外人所做的重要决策以及想想我们从中能学到的经验。它们给股东带来了极大的收益，对今天的经理人和企业家也有所教益。

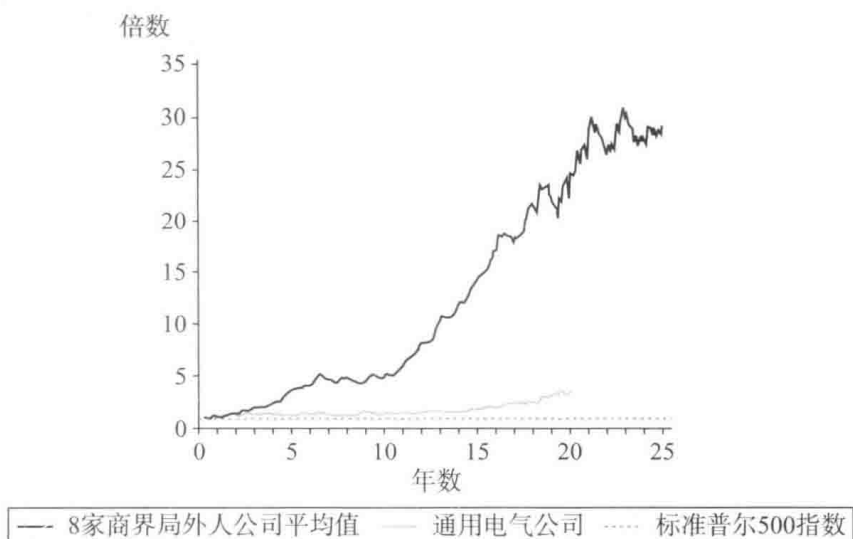


图 I-1 商界局外人公司所获收益率与标准普尔 500 指数涨幅的对比

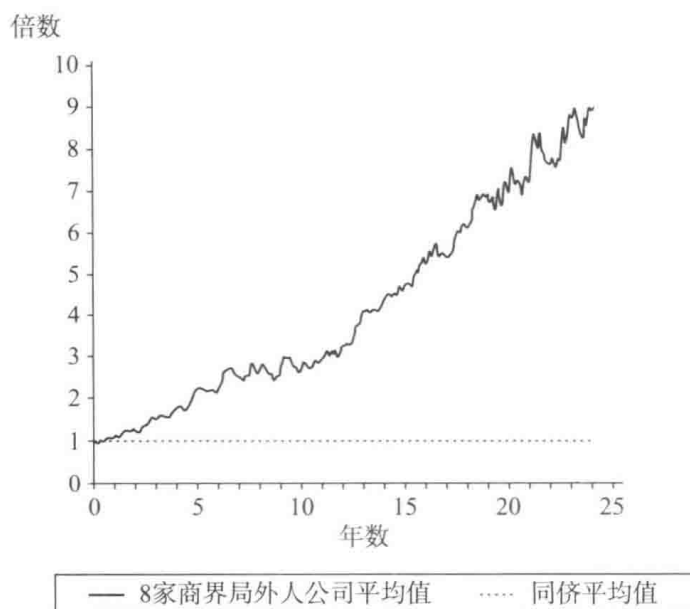


图 1-2 商界局外人公司所获收益率与同行所获收益率对比