

Light Is 战略公司金融案例与分析

Beautiful

孙黎 朱武祥 唐俊 / 编著



· 一流企业的轻资产运营模式 ·

Optimizing Value with Tools of Strategy Corporate Finance

中国社会科学出版社

Light Is 战略公司金融案例与分析

孙黎 朱武祥 唐俊 / 编著

轻 是 美 好 的

· 一流企业的轻资产运营模式 ·

Optimizing Value with Tools of Strategy Corporate Finance

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

轻是美好的：一流企业的轻资产运营模式/孙黎等著. —北京：
中国社会科学出版社，2003.6
(宝利嘉文库)
ISBN 7 - 5004 - 3862 - 1

I. 轻… II. 孙… III. 企业管理 - 资本经营 IV. F275.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 040287 号

责任编辑 孔继萍
责任校对 李 洋 周 宏
封面设计 旁观者工作室
技术编辑 李 建

出版发行	中国社会科学出版社		
社 址	北京鼓楼西大街甲 158 号	邮 编	100720
电 话	010 - 84029453	传 真	010 - 64030272
网 址	http://www.csspw.com		
经 销	新华书店		
印 刷	欣欣印刷有限公司		
版 次	2003 年 6 月第 1 版	印 次	2003 年 6 月第 1 次印刷
开 本	787 × 980mm 1/16		
印 张	21.875		
字 数	304 千字		
定 价	38.00 元		

凡购买中国社会科学出版社图书，如有质量问题请与本社发行部联系调换
版权所有 侵权必究

※ 目 录 ※

导言 战略公司金融的分析视野

- ◆ 大航海时代的开篇 (1)
- ◆ 战略公司金融理论的兴起 (3)
- ◆ 资本市场的“警察力量” (9)
- ◆ 轻的魅力 (13)

第一部分 战略组合

第1章 高科技：战略结盟与全球标准

- ◆ 亚马逊的盈利策略 (17)
- ◆ 报酬递增：高科技高回报的秘密 (21)
- ◆ 良性循环的生态系统 (25)
- ◆ 杀手级应用 (30)
- ◆ 从不确知的迷雾中显现的新技术 (33)

第2章 芯片业：财富快车上的投资热潮

- ◆ 300mm 晶圆厂建设热潮 (39)



- ◆ “富人的游戏”不再简单 (44)
- ◆ 轻资产运营成为潮流 (46)
- ◆ 谨慎投资的策略 (50)

第3章 电信业：合作竞争的挑战

- ◆ 收益递增规律的重演 (55)
- ◆ 美国电信业开放的教训 (59)
- ◆ 为重资产买单 (63)
- ◆ 小的是美好的 (68)
- ◆ 虚拟运营模式的兴起 (71)
- ◆ 分化的中国电信业版图 (74)
- ◆ 善用电信资源 (77)
- ◆ 电信业的未来：摩尔定律？ (81)

第4章 银行业：虚拟终端的革命

- ◆ 客户力量的兴起 (86)
- ◆ 银行信息中介功能的重建 (88)
- 链接：“新网点主义”挑战传统银行 (92)
- ◆ 虚拟终端的运营挑战 (93)
- ◆ 科技的蝴蝶效应 (100)

第5章 产业集群：“小狗经济”的生命力

- ◆ 中国制造的滑板车 (105)
- ◆ 打火机产业链的成长 (108)
- ◆ 集群竞争的悖论 (111)
- ◆ 汽车“老板工程” (114)

第二部分 标杆比较

第6章 传媒业：默多克与阳光文化的资本运营

- ◆ 从地方报纸到全球卫星电视 (121)
- ◆ 雄心勃勃的阳光文化 (126)
- ◆ 战略绩效决定资本市场的力量 (137)

第7章 航空业：西南航空与深圳航空公司

- ◆ 愁云惨淡中的奇葩 (141)
- ◆ 标杆学习的榜样 (145)
- ◆ 捷蓝公司的 7S 策略架构 (148)
- ◆ 深圳航空——展翼长空 (156)

第8章 投资公司：和黄与新世界不同的战略抉择

- ◆ 香江华资五虎今昔 (161)
- ◆ 从同一营商环境到不同的绩效 (165)
- ◆ 从同一要素市场到不同的战略 (171)
- ◆ 向李嘉诚学投资 (185)

第9章 房地产业：万科的减法与新黄浦的加法

- ◆ 万科的减法 (192)
- ◆ 新黄浦的高科技战略 (201)
- ◆ 不同融资战略对经营绩效的影响 (213)



- ◆ 不同投资战略对资本市场的影响 (237)
- ◆ 风物长宜放眼量 (242)

第三部分 执行工具

第10章 消费品业：可口可乐的策略外包战略

- ◆ 在成熟行业中控制价值链 (247)
- ◆ 策略外包业务模式 (253)

第11章 化工业：道氏化学公司的智力资本管理

- ◆ 创新为基础的科技型企业 (257)
- ◆ 从专利到智力资产的过程 (259)
- ◆ 技术平台的建立 (263)
- ◆ 智力资本管理推行计划 (267)
- ◆ 智力资本管理的经验 (270)

第12章 公用事业：台湾电力的EVA绩效管理

- ◆ 超额报酬率分析 (274)
- ◆ 台电公司经营绩效分析 (284)
- ◆ 台电公司盈余质量分析 (285)
- ◆ 台电公司财务管理质量分析 (288)
- ◆ 以EVA为企业核心价值指标 (291)

第 13 章 零售业：沃尔玛全球投资的 ROIC 测算

- ◆ 从 ROIC 研究沃尔玛的战略绩效 (294)
- ◆ ROIC 根据资产配置方式改进 (300)
- ◆ 挖掘价值的关键驱动因子 (302)

第 14 章 石油业：美孚石油的平衡记分卡管理

- ◆ 平衡记分卡立下大功 (309)
- ◆ 为核心资产整合组织资源 (324)
- ◆ 将策略落实为每一位员工的日常工作 (328)

结 语 非线性时代的战略经营

- ◆ 吴哥的悲歌 (337)
- ◆ 混沌产品市场与资本市场下的运营模式 (340)
- ◆ 历史的挑战 (343)

导言——战略公司金融的分析视野

◆ 大航海时代的开篇

14 世纪即将结束的时候，一场航海革命开始了。这是一场新技术所推动的革命，最终使欧洲人得以离开海岸穿越大洋，开启了“大航海时代”。

这场革命很大程度上和船舶的基本结构的改变有关。在此之前，大部分欧洲船只是运用“瓦叠式板材”技术建造的，即用一系列重叠的厚木板来防止水流进船内的技术。然而在 14 世纪早期，这一技术已经让位于轻快帆船结构。后者以简单的骨架和防水堵缝来代替互相重叠的厚木板。因为使用了更少的木头，这些船比原先的就更大更轻了。这些船被葡萄牙人称作轻快帆船，后来哥伦布和麦哲伦都使用这种船。技术进步的结果之一就是这些船更便宜且更适合航海。当时在造船方面，其他进步之处还表现在三层桨座的战船（一种每个长凳上配备有三个划手的船）和嵌齿小船（一种两边很高，有方形帆和船尾方向舵的小船）制造上。这两项“轻”的革新都使得较少的船员就能够驾驶更大的船。造船技术的突破掀开了地理大发现的历史新篇章。

到了 17 世纪，葡萄牙人和荷兰人开始使用的欧式帆船，东南亚闽南语系华人译作“夹板船”。这种帆船吨位大，甲板数层，吃

水深，船身两侧设计两排以上的炮门，相对更轻，航行能力也更强。（参见<http://www.npm.gov.tw/exhibition/formosa/chinese/03.htm>）

在企业的经营管理中，同样的轻装上阵，可以使企业航行得更远。这就是运用“轻资产”，包括企业的经验、规范的流程管理、治理制度、与各方面的关系资源、企业的品牌、人力、价值观。纽约大学会计学教授巴鲁克·列夫（Baruch Lev）发现，20世纪90年代末，企业每年对这类资产的投资大约为1万亿元。总体而言，这类资产构成了上市公司市值的一半以上。巴鲁克·列夫教授也是Vincent C. Ross无形资产研究中心的主任（参见www.baruch-lev.com）。他出版有《无形资产：管理、测量与报告》一书（Intangibles: Management, Measurement, and Reporting）。

轻资产已经成为推动信息经济发展的根本因素。一些研究人员认为，在知识经济时代，虽然像品牌、专利、知识产权等轻资产已经在十几个国家允许列入资产负债表的左端（也就是反映企业的资产分布与资金用途部分），但像作业程序、治理制度等企业运营的基础却只能在企业资产负债表中的商誉部分笼统地表示，不能充分反映企业的核心驱动力。例如通用电器公司之所以能够使被收购的公司得到迅速发展和盈利，关键就在于轻资产的运营，包括从宏观的六西格玛质量管理方法到微不足道的礼仪规范，包罗万象。

旧有的竞争战略正在被轻资产运营的模式所取代，人力资源的品质与发展、客户关系的深耕与维护、创新产品与服务的开发、前瞻科技的应用与突破等，正成为企业建立持续性竞争优势的基础。在新经济时代，成功将取决于公司运营轻资产的能力，例如速度、反应、敏捷、学习能力以及雇员技能等。成功的企业将是那些能迅速将策略付诸实施，进行机智有效的过程管理，最大化员工贡献和承诺，并能为整体创新革命创造条件的企业。

以轻资产模式扩张，与自有资本经营相比，可以获得更强的盈利能力，更快的速度与更持续的增长力，这一理论已在我们的前一本书《轻资产运营——以价值为驱动力的资本战略》中清楚地作出了

描述，为了更好地让读者理解这一全新的概念，我们特别选编了这本《轻是美好的——一流企业的轻资产运营模式》，收集了不同行业应用轻资产的各种报道、经验与应用，我们希望这些行业分析与案例解剖能达到如下效果：

- 以新兴的战略公司金融的理论为基础，从股东价值最大化的角度为读者描绘一个全新的战略视野，从而建立一项“先知定谋，庙算决胜”的战略观；
- 应用标杆比较的办法，将优秀企业与一些同类型的公司做比较，在一个相当长的战略执行时期内，凸显优秀企业战略谋划的领先之处，例如香港和记黄埔与新世界的比较，国内万科与新黄浦的比较；
- 重点分析一些新兴产业的战略组合，例如信息技术、银行业、电讯业等，虽然各行有专攻，但这些行业的一个普遍现象就是“运营力”显得越来越重要，甚至超过单纯的核心技术或质量水准。研究这些行业的变化，可以为读者开拓轻资产运营的视野；
- 传统的分析将企业战略视为一项艺术，本书希望引入更多的财务分析模型与定量数据分析工具，从而为战略这一管理学的“皇冠明珠”提供更科学的谋划手段。

◆ 战略公司金融理论的兴起

战略公司金融理论是一门新兴学科，20世纪80年代以来，随着信息技术的兴起以及资本、制造、人才的全球化流动，企业面临的经营环境发生了很大的变化。而传统公司金融理论主要局限于在对称信息的框架下，研究公司的财务结构对公司价值的影响，以莫迪里亚尼—米勒定理（简称MM定理）为其代表性成果。MM定

理所要求的条件过于理想化，使得这一理论在现实中的应用受到很大的限制，也无法处理公司治理结构、控制权的分配、流动性管理、监管与收购等新问题。同时战略管理理论也发生很大的变革，传统的产业竞争理论也正吸取“核心竞争力”、“企业重建”等以资源为基础的新思想，为适应战略管理的需要，战略公司金融逐渐形成，在运用对策论、激励理论、产业组织、交易成本等新理论的基础上，结合实物期权等金融理论的发展，新的战略公司金融理论正逐步成型，对现代公司的价值管理发生着深远的影响，我们提出的“轻资产运营”正是建立在这一新理论的基石上。

作为一支新兴的金融学分支学科，战略公司金融是企业战略管理与公司金融理论相结合的产物。它服从于企业的战略选择，通过研究战略选择、路径以及对股东价值的影响来对战略管理产生影响。战略公司金融分析和提供与企业战略相关的信息，特别是反映实际成本、投资与回报、经济增加值（EVA）、价格、市场占有率、现金流量和企业总资源的需求等方面的相对水平和趋势的信息。它要解决的主要问题是：如何适应变化中的内外部条件；企业资源在内部如何分配与利用；如何使企业内部之间协调行动，并杠杆外部的各种资源，以取得整体上更优的战略效果。

目前尚未有统一的战略公司金融的定义，我们认为，战略公司金融是以取得整体竞争优势为主要目标，以战略观念审视企业外部和内部信息，强调财务与非财务信息、数量与非数量信息并重，为企业战略及企业战术的制订、执行和绩效考评，揭示企业在整个行业中的地位及其发展前景，建立风险管理与预警系统，指导未来投资与资源配置，提供全面、相关和多元化信息而形成的现代公司金融与战略管理融为一体的新兴交叉学科。

从战略公司金融的产生来看，它弥补了传统公司金融在理想状况下模型的不足，将公司所面临的各种复杂与不确定的经营环境引入研究视野。与传统公司金融相比，战略公司金融具有以下几个显著的特点：

1. 战略公司金融更注重企业外部环境。战略管理成功的企业

就是要创造和保持持久的相对竞争优势。公司金融应该指出企业在市场竞争中所处的相对地位，提供有利于企业进行战略调整的各种信息，但传统的公司金融却未能提供这种信息。战略公司金融跳出了单一企业这一狭小的空间范围，将视角更多地投向影响企业的外部环境，提供超越企业本身的更广泛、更有用的信息。如法律和制度的变更、整个经济市场、自然环境和竞争对手的变动，都会对企业战略目标产生一定的影响。其中，有关竞争对手的信息对企业保持竞争优势至关重要。因此，战略公司金融特别强调各类相对指标或比较指标的计算和分析，如相对价格、相对成本、相对现金流量以及相对市场份额等等，通过标杆管理（benchmarking），使企业管理者做到知己知彼，采取相应的措施，保持企业长久的竞争优势。

2. 在企业战略与资本市场的互动中，战略公司金融更加注重长远目标和全局利益。传统的公司金融为了迎合资本市场的投机活动，着眼于有限的会计期间，以“利润最大化”目标为驱动，注重单个企业价值最大化和短期利润最优，从而忽视了企业的长远发展，容易导致企业的短期行为。战略公司金融则超越了单一的期间界限，着眼于企业长期发展和整体利益的最大化，着重从长期竞争地位的变化中把握企业未来的发展方向。它更注重企业持久优势的取得和保持，同时充分利用资本市场的力量，以实现企业价值最大化的目标。

3. 战略公司金融提供更多的与战略有关的非财务信息，以实现强有力的绩效管理。很多企业不缺优秀的战略，而是缺乏良好的执行。在战略管理中，衡量是重要的，“不能衡量就不能管理”。在全球化激烈的竞争环境中，衡量竞争优势的绩效指标除财务指标之外，还有大量的非财务指标。与企业战略目标密切相关的非财务指标有产品质量、生产的弹性、客户的满意程度、从接受订单到交付使用的时间等。传统公司金融所提供的信息更多的是财务信息，忽略了非财务信息对企业的影响，使企业的管理者忽视市场、管理战略等方面的许多重要因素。而战略公司金融则提供了大量极为重要的非财务信息，包括战略财务信息和经营业绩信息、竞争对手信息

以及与企业战略相关的背景信息，如市场占有率（客户占有率）、与战略成本有关的数据、企业经营业务、企业资产的范围和内容、产业结构对企业的影响等，从而使企业可以通过强有力的绩效管理实现战略目标。

4. 战略公司金融更适应知识经济的挑战。在知识经济时代，企业管理对象，由主要对实物资产的管理转向主要对信息技术资产和信息技术活动的管理，企业组织结构也由多层次的等级管理结构转向系统网络结构，企业的风险和不确定性水平也在不断提升，这就要求公司金融提供的信息更加全面、及时，能够充分反映“轻资产运营”中知识的生产率，为新环境下的企业价值提供新的评估模型，与此同时，这些模型还要充分考虑复杂多变的交易环境与交易结构的影响。

5. 战略公司金融是一种全面性、综合性的风险管理。传统公司金融一般偏重于企业自身生产经营活动的管理，缺乏全面的、综合的风险管理。而战略公司金融既重视主要生产经营活动，也重视辅助生产经营活动；既重视生产制造活动，也重视其他价值链活动；既重视现有经营范围内的活动，也重视其他各种可能的活动。因此，战略公司金融从战略的高度，把握各种潜在的机会，回避可能的风险，通过交易结构的设计、实物期权理论的创新，最大限度地增加企业的盈利能力和价值创造能力。

由上述比较可见，战略公司金融理论突破了传统公司金融的一些局限，视角从企业内部转向外部环境，重视对企业全方位的管理，为企业的战略决策提供了全新的视野。在这一新视野下，我们发现：轻资产运营正成为不断演化的企业战略的主流，资产从重到轻已经发生了戏剧性的转变。

资本市场是战略公司金融研究的核心课题，研究上个世纪美国资本市场与企业经营战略的互动，我们可以发现一个有趣的现象：

上个世纪 60 年代是美国企业多元化经营最盛的时期，如表 1 所示，在这段时间，许多企业通过收购、多元投资以追求快速成长。单从证券市场上看，据统计，1960—1970 年，购并数目为

25598 起；1953—1968 年，工业中的收购资产数量占全部美国工业资产的 21%，从而形成规模空前的美国第三次购并高潮，许多企业因此成为多元的“重资产”企业。

表 1 1949—1987 年按战略类别的厂商分布 (%)

战略的类别	1949	1959	1974	1981	1987
第一业务	42.0	22.8	14.4	23.8	30.4
支配力量的业务	28.2	31.1	22.6	31.9	28.1
有关联的业务	25.7	38.8	42.3	21.9	22.4
无关联的业务	4.1	7.3	20.7	22.4	19.0

资料来源：孙黎《公司购并与产权交易》，中华工商联合出版社 1995 年版

如果说发生在世纪之交（高峰时期为 1898—1903 年）的第一次购并高潮是以横向购并为主，造就企业垄断，20 世纪 20 年代的第二次购并高潮是纵向购并，使企业从垄断向寡头垄断发展；那么，60 年代的第三次购并高潮则是以混合购并（把生产性质完全不同的产品的企业联合起来）为主。1926—1930 年间，横向购并占全部购并数的 67.6%，混合购并只占 27.6%；但到了 60 年代，这个比例正好倒过来了，1966—1968 年间，横向购并只占 7.7%，而混合购并则占到了 81.6%。

进入 80 年代后，这一情况又有所改变，1981—1987 年间至少有 20%—50% 的公司进行“反多元”战略，这种重新把力量集中化或是通过出售非关联行业单位和购进关联行业单位自愿实现，或是通过“脱壳”重组手段被外部的吞并能手收购而非自愿实现的现象，我们又可以称之为“逆综合化”、“反多种经营”、“重新把力量集中化”、“返回基本”等等，“轻”化资产又成为潮流（参见图 1）。

《幸福》杂志研究发现，在 50 年代和 60 年代，只有极少数厂商重新把力量集中化（更多的厂商进行多元化经营），真正的逆转发生在 80 年代，例如，60 年代只有 1% 的美国大公司重新进行力量集中化，而有 25% 的大公司进行多种经营。相反，在 80 年代这

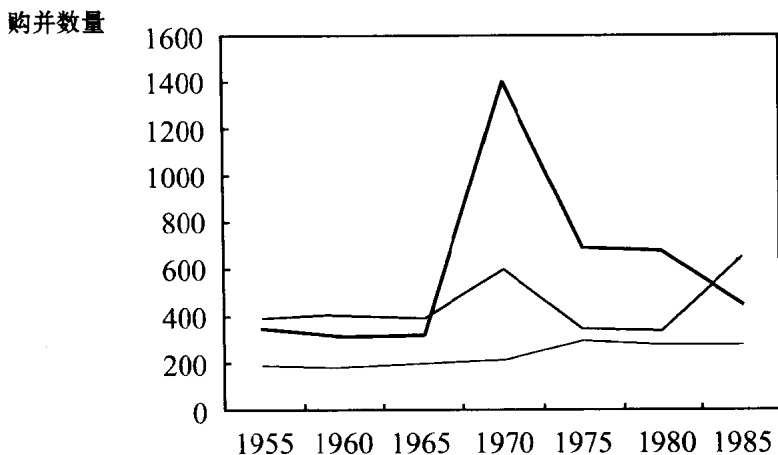


图 1 美国三种 M&A 方式比较 (1955—1985 年)

些大厂商中有 20% 的厂商重新把力量集中化，只有 8% 进行多种经营。结果，50 年代开始的多种经营趋势开始逆转。1989 年 11 月的《经济学家》评论：“在许多工业化国家中，厂商的平均规模正在变得更小而不是更大，新的公司到处冒出，分部被改组为独立的公司，经理们购买他们自己的公司，综合性大企业纷纷卸掉‘包袱’，专心致力于‘核心业务’。”

1994 年 5 月 3 日，美国柯达公司宣布以 37 亿美元的价格出售属下的药品和个人健康事业单位，以专注于其影像核心业务。公布的当天，华尔街即起了反应：柯达公司的股票价格上升了 3.1%，冲到每股 46.125 美元。投资者欢迎柯达这样的胶片业巨子调整多元化经营战略，而集中于自己的核心业务。类似的情况还有美国著名的电话公司 ITT 将自己综合经营的旅店业、金融业独立分拆出来，另立公司；英国从事化学、农业、炸药、涂料多种领域的卜内门集团 (ICI) 也一分为二，将制药及生物科技相关的事业集中起来成立 Zeneca 公司。许多过度多种经营的企业重新集中其基本业务，以获得更多的盈利及在证券市场获得更高的市场价值。重新关

注核心业务，将资产“轻”化，使欧美企业在上个世纪 90 年代塑造出强大的竞争力，打败日本企业咄咄逼人的全球出击，并创造了华尔街历史上最长的牛市。

这一企业经营战略从“重资产”到“轻资产”转化的戏剧性历史，充分反映了企业对变幻不定的外部环境和深度竞争的资本市场的本能反应。

◆ 资本市场的“警察力量”

为什么 20 世纪 60 年代企业热衷于混合购并而进行多元化经营，甚至在多元化经营上过度投资呢？其原因有：

- (1) 管理层和经理人急于扩张更甚于盈利性；
- (2) 管理层和经理人的失误；
- (3) 厂商从资本市场得到错误的信号与诱因，为增长而增长。

根据代理理论，经营管理者与股票持有者的期望之间有自然的分歧：股票持有者要求厂商追求利润最大化，而管理层和经理人则重视公司的持续扩张，因为扩张可以增加管理人员的薪金，降低风险，满足经理人的权力欲。如果经理人对公司资金的分配保持实质上的控制，并能不受外部的监督运用这些资本，那么他们就不会把这些资金分配给股票持有者而用于投资——即使是不会盈利的项目，以便保持公司的增长和扩大公司的规模。同时，60 年代是普遍的业务扩张的年代，经理人对进入新领域开展新业务特别自信，极容易超过谨慎的程序而过度多元化，结果无功而返。

在另一方面，资本市场也对企业经营战略产生着重大的影响。

60 年代，只要通过购并扩张的公司，股票价格在证券市场往往被高估。这种连锁反应是这样产生的：快速发展的企业收购市盈