

海通证券金融证券经典译丛

独家授权中文版 公司管理价值评估权威专著

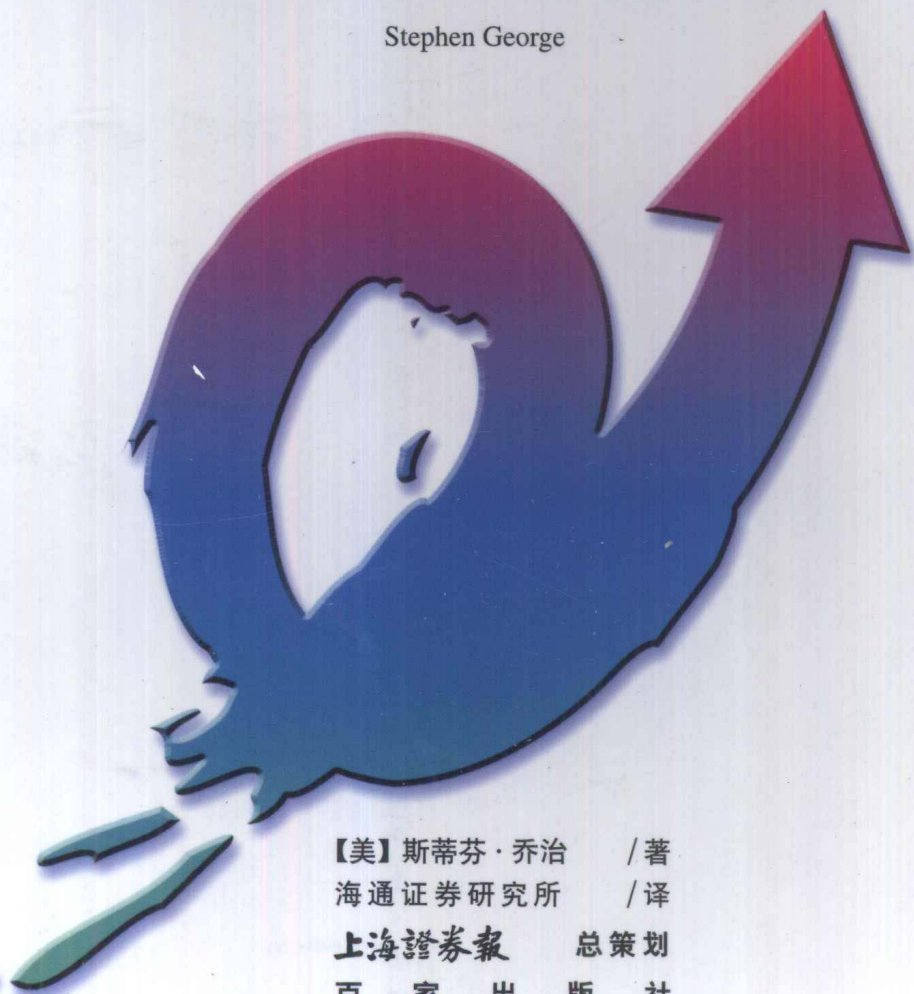
管理是金

公司管理价值评估

INVEST IN THE BEST

How to Profit from Well-Managed Companies

Stephen George



【美】斯蒂芬·乔治 / 著

海通证券研究所 / 译

上海證券報 总策划

百 家 出 版 社

海通证券金融证券经典译丛

独家授权中文版 公司管理价值评估权威专著

管理是金

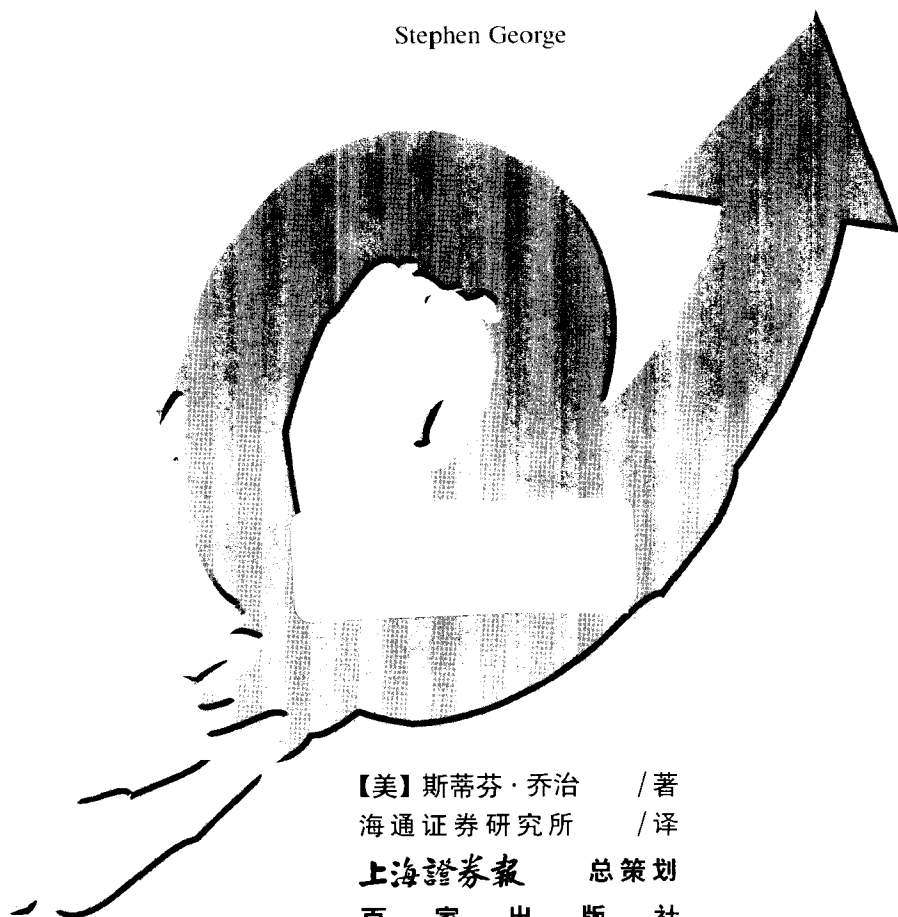
1-830.91
0255

公司管理价值评估

INVEST IN THE BEST

How to Profit from Well-Managed Companies

Stephen George



【美】斯蒂芬·乔治 / 著

海通证券研究所 / 译

上海證券報 总策划

百 家 出 版 社

图书在版编目(CIP)数据

管理是金:公司管理价值评估/(美)乔治著;海通
证券研究所译. —上海:百家出版社,2002.10

(中国证券书库.金融证券经典译丛)

ISBN 7-80656-736-4

I. 管… II. ①乔… ②海… III. 证券投资-方法
IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 077044 号
合同登记号 图字:09-2001-394

INVEST in the BEST

Copyright©2000 by Stephen George. All rights reserved.

Published by John Wiley & Sons, Inc.

责任编辑 郭丽丽

特约编辑 张 戎

封面设计 阎玉华

管 理 是 金

公司管理价值评估

(美)斯蒂芬·乔治 著

海通证券研究所 译

百家出版社出版发行

(上海天钥桥路 180 弄 2 号)

(邮政编码 200030)

全国新华书店经销 上海松江新桥新生印刷厂印刷

640×935 毫米 1/16 印张 13.5 字数 190,000

2002 年 10 月第 1 版 2002 年 10 月第 1 次印刷

印数:5000 册

ISBN 7-80656-736-4/F·54 定价:25.00 元

(版权所有 翻印必究)

原序

如果你打开本书,细细琢磨一下“序”,那么,我敢断言你一定对投资非常感兴趣。不可否认,每一位投资者都希望获取更大的投资收益。但,是否人人都能心想事成呢?无论你持有哪一种投资理念,也不论你采取什么投资战略或者遵循何种规则,作为一个投资者,你很难避免无处不在的风险。但是,投资于优质管理公司可以帮你将风险降到尽可能低的程度,更诱人的是:它还可以大大提高你的投资回报。

为什么投资优质管理公司?因为这类公司的麾下聚集着许多堪称精英的雇员,而且在市场上拥有数量可观的固定客户,并源源不断地吸引着大量的潜在顾客。这些公司推崇超一流的质量,创新的产品和服务,高效的生产流程以及具有想象力、充满魅力的领导艺术。而对投资者来说至关重要的是:投资于那些具有优质管理的公司会给自己带来丰厚的利润。

至今仍然有不少人怀疑管理质量是否会对投资回报产生影响,经过研究分析,我敢肯定地告诉你,它会的。本书各种分析和实例证实:投资于优质管理公司将是一个非常明智且极具战略投资眼光的选择。但这并不等于说你不必再去评估那些公司的财务状况了。如果你热衷于研究市盈率、股票市值、预期收益等一些财务指标,那么尽可以去继续钻研。社会上不乏此类图书和网站,它们会向你介绍这些指标并建议你如何去分析它们。本书不否认这些指标的重要性。但是,你绝对需要有人专门来告诉你该如何利用那些只有少数人掌握,甚至没有几个人能够理解的信息来解读公司管理质量。这些难得的知识将是你胜人一筹的投资利器。

如果能够辨认出哪些公司是优质管理公司，那么你将对自己的投资更添信心。正如我将在本书中所展示的，优质管理是一家公司高市盈率和 high 收益的前兆。

首先要了解是什么造就了优质管理公司。为何客户钟爱它们？为何雇员热爱它们？它们怎么才能比其他竞争者更快推出高质量、有创新的产品，却仍能增加销售额并降低成本？为此，我花了十年的时间，与许多非常优秀的公司合作，对一百多个这样的公司进行了研究。

在本书中我将会告诉你优质管理公司将是怎样的，告诉你利用哪些信息和线索去跟踪这些公司。比方说你已经看中一个潜力股上市公司，也许这是你从亲戚那里获知的一个内部消息，也许是你一直听说的一家本地的公司，也许是你的一个有心的同事告诉你的。你收集数据，并对此进行财务分析，但这些财务数据对于完整刻画企业还远远不够。企业是人才的集合，但是人才在财务账上却得不到体现。为此，你有必要对企业人才有更多地了解：是他们改写了企业的财务业绩。你还须对潜力股上市公司的管理质量进行一番评估，于是“管理筛选法(Management Screen)”成了你最得力的助手。

“管理筛选法”是我创立的，目的是给投资者提供一种公司管理体系质量的评估工具。请不要把“管理筛选法”或“管理筛选法”的评估结果与你所进行的财务分析混淆在一起，因为这两种信息还是有所不同的。管理信息不会只拘泥于一个方面，它也没有一种标准的格式。管理方面的评估决不取决于一些泛泛的数据——诸如市盈率之类，也不是一种简单的数字对比。与财务信息不同，你不可能那么轻易地找到一家能够提供完整的公司管理信息及分析方法的网站。

研究潜力股上市公司的财务状况，其好处在于所有投资者都能很容易地得到及时、可靠、一致的数据，其不足也在于所有投资者都能得到这些数据和分析。既然每个人(包括那些非常聪明、消息灵通的专家们)都在琢磨相同的财务数据，那么在财务分析上你又有什么优势可言呢？

研究潜力股上市公司管理质量面临的问题在于很难获得及

时、可靠、一致的信息，而这恰恰是你最大的优势。在本书中我会告诉你该怎样搜寻反映公司管理质量的信息，并向你指出哪些可以得到有关公司质量的消息来源，告诉你如何处理所找到的信息。

虽然那些优质管理公司与它们所得到的各种荣誉完全相称，但本书的目的并不在于张扬这些公司，而在于帮助你从对这些公司的投资中获利。要达到此目的，你必须知道哪些是管理有素的公司，你该怎样发现它们，怎样对一家公司的管理体系进行评估，怎样用“管理筛选法”进一步优化你的投资战略。

此外，你还得相信管理会对公司股票价格产生影响。质量指数(Quality Index)就是这样产生的。如果你从标准普尔 500 中找出 100 家管理最好的公司，并保持其行业及权重与标准普尔 500 一致，你猜结果会怎样？在 1999 年，这 100 家公司的回报率是 26%，而标准普尔 500 的回报率是 21%。在本书中我会为你解释质量指数创立者是怎样建立这个指数的，以及该指数的意义。

没有人会把钱往水里扔，每一位投资者都希望通过有限的投入，获取尽可能多的回报。除了管理质量评估外，所有的财务数据对投资者来说都是一样的。在你的投资决策中，如果把管理质量的因素考虑在内，你极有可能会多赚些。本书就是为了向你解释为什么要把管理质量考虑到你的投资决策中去，以及如何具体操作。你所需做的就是：要有强烈的愿望去发掘优质管理公司，并从优质管理公司中获取投资收益。

致 谢

克雷格·鲁宾逊(Craig Robinson)和马克·比利杜(Mark Billeadeau)创立百家质量指数(Q-100),激起了我对本书的创作热情。我相信,它也将激励更多的企业实践质量管理。作为质量研究同行,我对他们的所有帮助一一表示谢意。

说到质量研究同行,我们不能不提及包瑞居评审小组的前任领导加里·弗洛斯(Gary Floss)和阿尼·韦默斯格奇(Arnie Weimerskirch)。承蒙他们审阅原稿,让本书添辉不少。

我还得感谢家人扎克(Zack)、阿莱(Allie)、卡蒂(Katie)、丹(Dan)、本(Ben)、埃伦(Ellen)。谢谢他(她)们对我创作工作自始至终的支持。

目 录

原 序	1
致 谢	1
第一章 你在股票分析中遗漏了什么	1
发现下一个 Solectron	3
冲破投资的迷雾	6
数字的背后	8
管理能力意味着什么	11
管理能力表现在哪些方面	13
管理能力和股票表现的关系	14
为什么优质管理公司被低估	17
优质管理公司指数	18
何时买入优质管理公司的股票	19
第二章 投资优质管理公司是最明智的选择	21
发现优质管理公司	23
质量管理定义	25
比较百家指数(Q-100)和标准普尔 500 指数	27
质量管理和财务表现的联系	31
为什么投资优质管理公司是一种明智的选择	33
第三章 优质管理公司要素:人才	36
投资要点	37

包瑞居(Baldrige)实践	39
公司如何经营	39
优质管理公司的领导	41
领导层的质量指标	43
优质管理公司的员工	48
优质管理公司的顾客	53
优质管理公司的供货商	58
第四章 优质管理公司要素:流程	62
优质管理公司的计划	64
优质管理公司的流程	66
优质管理公司的评价方法	71
第五章 如何评估管理质量:管理筛选法	76
管理筛选法的功能	77
怎样应用管理筛选法	80
加快筛选过程	93
第六章 如何发掘优质管理公司	95
昔日的英雄风光不在	97
发现优质管理公司	99
这家公司的管理质量如何	113
第七章 管理筛选法的运用	116
Black Box 公司(BBOX)案例分析	118
Ceridian 公司(CEN)案例分析	119
CIGNA 公司(CI)案例分析	120
Dana 公司(DCN)案例分析	122
Eaton 公司(ETN)案例分析	124
Guidant 公司(GDT)案例分析	125
Johnson Controls 控制公司(JCI)案例分析	127
Manitowoc 公司(MTW)案例分析	128

Marriott International 国际公司(MAR)案例分析	129
MBNA 公司(KRB)案例分析	132
Rohm & Haas 公司(ROH)案例分析	133
SPX 公司(SPW)案例分析	134
Staples Inc. 有限公司(SPLS)案例分析	135
Starbucks 公司(SBUX)案例分析	136
Whirlpool 公司(WHR)案例分析	138
Yahoo! 雅虎公司案例分析	139
谁决定分界点	140
 第八章 怎样根据所学知识进行投资操作	 143
选择风险小、价值成长快的股票	143
“管理筛选”法让投资者如虎添翼	146
公司评估偏低和股票价格偏低	147
怎样从优质管理公司身上获利	149
何时抛售优质管理公司股票	156
 第九章 结束语:资产超值股和因素蜕变	 158
 附录 A 管理筛选法	 161
附录 B IQs: 优质管理公司质量指标	167
附录 C 百家质量指数成分股公司	171
附录 D 优质管理公司简介: Solectron 股份有限公司	175
附录 E 信息资源链接	179
 索 引	 181
 后 记	 204

第一章

你在股票分析中遗漏了什么

如今,每个人都可以方便地得到上市公司发布的财务信息以及相关的分析资料,因此想要在股票市场上找到未被人觉察的潜力股已经非常困难。只要一登陆互联网,你就能马上掌握公司的大量信息,比如:它属于什么行业,目前和过去的财务状况如何,与该行业其他公司相比优势怎样,公司的目标利润多少,专家们对这家公司股票是建议买入,持有还是抛售。

如果你认为这些易于获得的信息仍不够多,你还可以花上几美元从股票经纪人或者分析师那里得到一些“内幕”消息。因为他们可以根据对公司、行业的深入了解来进一步筛选和分析上市公司公开的财务数据。不过,股票经纪人或者分析家常常局限于对财务指标的基本面和技术面分析,并以此说明股票的未来走势。他们对企业资产重组、新产品和新技术传闻往往是闻风而动,并迅速对投资者提出投资建议。其结果是,仅仅因为对互联网经济的良好预期就引起这类股票的一度飞速上涨。

当然,包括财务分析在内的任何一种分析都不能提供绝对化的投资建议。两位投资者看到同样的市盈率指标,也可能会得出完全不同的结论,这就像两位投资者都知道网络股是潜力股却可能采取截然相反的投资行为一样。这些现象都需要作出某种解释。那么,你又是如何分析 Solelectron(SLR)公司股票投资价值的呢?这是一家为电子设备制造商提供生产服务的公司。

Solelectron 公司起步于 1977 年一家小型加工车间,坐落在加

利福尼亚州的米尔皮塔斯。为了在市场上站稳脚跟,公司很快认识到自己不能有丝毫的闪失。公司的产品不但要质优价廉,而且要交货及时。于是,像大多数电子公司一样,Solectron 公司采用了全面质量管理(一种含六西格玛管理在内的动态管理方法),希望以此提高产品质量,降低生产成本,增加经营利润,促进公司业务的繁荣发展。

这项战略果然十分奏效。在整个 20 世纪 80 年代,Solectron 公司飞速成长,从用户那儿赢得了 27 项优质奖。到 1991 年,Solectron 公司在米尔皮塔斯及其周边 5 个生产基地的雇员已经超过 2 000 人。可是,它依然只是一家普通的印刷电路板生产厂。这年年初,公司市盈率(P/E)为 13 倍,每股收益 1 美分。行业分析师们虽然看重企业潜力,但是其中又有谁注意到当时还是名不见经传的 Solectron 公司。那么,你是如何评价这家公司的呢?

再来看看一些被绝大多数投资者认为没有价值的信息。1990 年,Solectron 公司就进入包瑞居国家优质奖的最终一轮角逐。虽然当年它们空手而归,但是次年就如愿以偿了。还是在 1991 年,Solectron 公司制定了在 1996 年前使公司的主要业务达到或超过六西格玛质量标准(我将在第四章中解释什么是六西格玛管理)的规划。公司每周评估顾客的满意度,如此频率即使在现今的商界竞争中也是十分罕见的。公司雇用、培训的工人来自 20 多个国家和不同民族。类似的信息还有许多。或者你可能认为这些内容已经远远超出你所想要的。别着急,耐心地看完这本书,你不会想错过知道如何投资的精华部分吧?

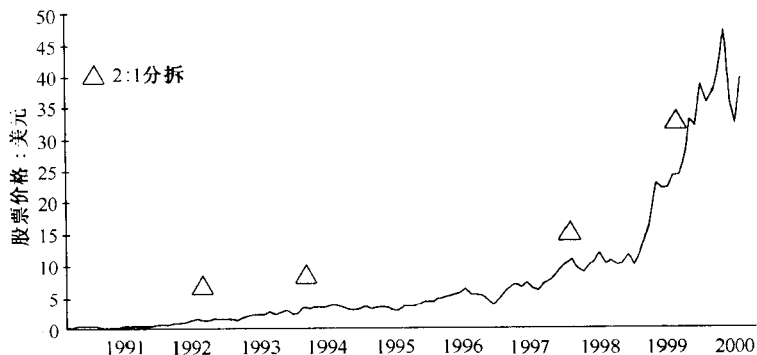
设想一下,现在是 1991 年,你的战略投资计划是进行最优投资(invest in the best)。你是个有远见的投资者,遵循“最优”的判断标准。由于荣获供货商奖和包瑞居质量奖,Solectron 公司突然进入了你的投资视线。你根据自己的标准作了一下判断:挺容易的,就是 Solectron 公司了。于是,你花了 1 000 美元买入 Solectron 的股票,然后耐心观望。

此后,Solectron 公司业绩飞速成长。到 1997 年,员工已经增加到了 16 000 人,分布在世界各地的生产基地达到 17 家。公司产品质量及员工的忠诚度都很高。在这种情况下,Solectron 公司

的股票表现超出了标准普尔 500 指数(Standard & Poor's 500)公司的股票表现,公司的股份扩大了一倍。

1997 年,Solectron 公司第二次荣获包瑞居质量奖,巩固了它名列世界优质管理公司之一的地位,同时也再次验证了你的投资是如此的正确。此时,更多的投资者开始蜂拥而至,试图搭上这辆“赚钱列车”。当然,他们看中的不是 Solectron 公司的管理能力,而是它优异的财务业绩。

你继续持有公司股票。到 1999 年为止,Solectron 公司成为世界上最大的电子承包生产商,并晋升到硅谷第十大公司的地位。到 1999 年底,当你计算投资回报时,会兴奋地发现果真从优质管理公司中获利匪浅:八年前你花 1 000 美元购买的这个股票,现在差不多值 130 000 美元!(见图表 1.1)



图表 1.1 Solectron 公司的股票表现

发现下一个 Solectron

当然,这是一个正面的例子。我们都知道即使在合适的时机投资,也只有相当少的股票能给你超乎寻常的高回报。这就是本书所要阐述的重点,目的是使你不再错失良机,并引导你在投资决策中考虑到:质量管理可能会引起股价的大幅上涨。换句话说,我们应该关注“质量管理”这个因素。如果你在 1991 年买过股票,Solectron 公司和该公司的股票有没有在你的脑海中闪过呢?如果你在今天决定投资,而且认真地衡量了我刚才提供的信息,那么

是否还会考虑 Solectron 公司和它的股票吗？

假设你在 1999 年投资了一个指数基金。这个指数基金包括标准普尔 500 指数中的 100 家公司，覆盖了和标准普尔 500 指数相同的各个行业，而且投资回报率比标准普尔 500 指数基金高出 22%。试想一下你能赚多少？我会在下一章中阐述这“100 家公司”基金的含义。实际上，这 100 家公司和标准普尔 500 其余公司的唯一区别就是管理能力的优劣，22% 的超额利润充分反映了优质管理的价值。

本书的目的是为了帮助你先人一步找到与 Solectron 相似的公司并从中获利。但这并不是本书的唯一目的。在这本书中，你将了解：

- 为什么投资于优质管理公司的股票是一种明智的选择（毫无疑问，并不是每个人都相信这个事实）

- 是什么造就了优质管理公司

- 怎样发现优质管理公司

- 怎样把“管理筛选”法融入到股票分析方法中去

- 什么时候将所学的付诸行动

同时，我想事先说明一点的是，本书并不涉及以下一些内容：

- 用基本面、技术面或其他任何仅以财务状况为依据的分析方法来评估或选择股票

- 讨论价值和成长性

- 对科技股的辩论

- 关于指数基金和共同基金的讨论

看了上述内容，你不禁会问，这本书讨论财务业绩吗？毫无疑问，当然会！如果你是一位价值型投资者，或是成长型投资者，或者是科技股的爱好者，你可能会问这本书对你到底有帮助吗？我敢说绝对有帮助！这本书能提高你对公司管理素质的洞察力，这可是对你大有帮助，因为这是你从任何其他地方都是学不到的。

这不是一本典型的投资方面的书。我也不是写投资类书的作者。总的来说，我对管理能力的理解远远超过投资分析，所以我很注意发挥自己的特长。我认为，在通常情况下管理质量的好坏对一家公司运营好坏有着十分直接的影响，当然也包括它的股票

表现。

我并不是说管理因素就一定是公司股价的决定性因素，甚至连最重要的一个因素都算不上。世界上不少优质管理公司仍然因为其他一些原因而破产，比如：公司所处的行业本身正在走下坡路，突发的规制或法律问题，公司间的合并或收购，经济形势或市场的变化。但在同样情况下，优质管理公司比其他公司更能经受住这些考验，渡过难关，甚至改善自己的处境。这绝不是说它们可以轻轻松松地在自己的一亩三分地里一直过着好日子。它们所能做的只是最大限度地利用拥有的资源和机遇，促进并延长公司向上发展的势头；或者减缓公司的衰退。这就是质量管理至关重要的原因。

既然管理是如此重要，那么为什么股票经纪商和分析师们在研究公司股票时对它几乎视而不见呢？告诉你——这是因为几乎没有人拥有一种有效的方法来评估管理质量。最近我在一篇文章中读到，一位股票经纪商说：“对于绝大多数公司我想知道两件事情：一是这家公司和它的产品在此行业中处于怎样的地位，二是公司打算如何销售它的产品。”这两件事情触及到了管理职责的一些方面，但并没有道出决定管理体系质量的所有方面。

另一位股票经纪商说他的目标“是去了解这些公司是怎样进行它们一贯标榜反对做的事情”。那是一种典型的带有财务偏见的说法。第三位股票经纪人说他是“绝对”对管理质量感兴趣的人，“不过我们基本上是分析财务数据”。对管理质量感兴趣与有能力去评估管理质量相距甚远。

近来，各种各样打着 Motley Fool 旗号的所谓研究个人理财的书籍获得了极大的成功。David 和 Tom Gardner 等人的努力是让每个人都能轻松投资。在一本名为《Motley Fool 投资操作手册》的书中，他们写道：“对个股的研究和投资一点都不比研究那些为你提供优良商品的公司难。”这些书籍就像大多数投资顾问所提倡的一样，他们研究公司主要就是分析财务数据，似乎只要有财务数据就能帮你找到大牛股似的。

股票经纪商和分析师们用成千上万种方法来分析满载的财务信息。像 Gardner 兄弟那样的投资教父在刊物和电视上的大量出

现,有力地证明了投资者对于得到有效投资建议的渴望。但是这些人同样也麻痹着他们忠实的读者和观众。一位分析家关于一个热门股票的分析十有八九都出自于公司盈利将会比预期或高或低的传闻,要不就是这家公司正打算收购什么公司或者可能被另一家公司收购,要不就是公司所处的行业环境发生了变动。

除非上市公司的高级管理人员犯错从而引起了公众的关注,股票经纪商和分析师们的投资建议一般不会考虑到公司的管理能力。一个长期困扰投资者以及投资顾问们的棘手问题已然产生,那就是谁都缺乏评估公司管理的自信能力。

冲破投资的迷雾

华尔街一直充斥着大量对管理的讨论,然而真正对投资有益的少而又少。只有制定并应用客观、量化、合理可靠的管理能力测试方法,我们才能透过迷雾看清企业管理能力对投资的作用。

——本杰明·格雷厄姆 一位天才投资家

投资者和潜在的投资者都知道这种迷雾的存在。世界上所有投资公司提出的所有投资建议中,没有任何一项告诉你如何驱散迷雾,评估企业的管理能力。甚至连格雷厄姆先生也在试着透过迷雾思考投资,为此他还写了一本被沃伦·巴菲特视作良师益友的投资类原创著作。

当然,我并不是说分析师、股票经纪商和基金经理忽视了管理。他们只不过混淆了管理实践和管理人员。商业杂志和各类报刊成版地报道热门股票公司首脑的新闻和故事。商界的《人物》杂志更将它发展为一种个人崇拜。看看吧,投资者买入 Blunderbuss 公司的股票,只是因为新任的 CEO 知道如何改进公司经营;投资者卖出 Musket Scents 公司的股票,只不过因为它的 CEO 对市场的敏感度大不如前。

现在最通行的评估管理能力的方法是考察领导阶层的能力;其中,最常见的又是考察高层领导者的能力。当投资者认为

一家公司正在衰退，他们会质疑公司 CEO 的能力。当他们得到买入股票的推荐时，又常常寄希望于公司 CEO 优秀的领导能力。于是评估管理能力就变成评估公司 CEO 的能力，这意味着管理能力考评已经远离了格雷厄姆的标准：客观性、量化、合理可靠。

投资者只能接受由此而来的结果。在公司管理能力信息有限的情况下，我们只能假定有能力的领导就代表有能力的管理。虽然我们不会靠假定来投资，但与此相反的是，我们却完全忽视了管理能力问题。我们只能计算各种比例，分析不同的数字，预测价值、成长性或者任何我们想要的数字，要不然，就是研究股票过去的走势图，预测将来的可能结果和统计数据所表明转折点。

打开你最钟爱的投资类书，计算一下统计数据占据的页数吧：市值……收益……市盈率……现金流。上市公司提供财务信息，而分析师、股票经纪人和基金经理则分析这些信息。这些数字呈现的是相对明确的事实，是有说服力的：如将股票根据每股收益排序，找出最高收益率的股票；考虑收益和营业收入是怎样快速成长的；只买有合理市盈率的股票；寻找一只在同等情况下有合理回报的股票。在人们把他们的辛苦钱拿来投资时，为自己的投资选择找个好的理由非常重要。财务数据是股票经纪人、分析师和投资者的工具，可以用来方便地解释投资或反对投资，甚至合理解释投资失败的理由。而且更妙的是，这还让我们觉得没必要去了解一家公司的管理状况。如果你相信这些数字和由数字得出的分析结果，那你就没有必要冒险陷入管理的困境。

这种金融活动中的愚忠是不值得提倡的。当各种数字告诉你一家公司的经营现状时，它们对判断公司未来发展趋势的作用已经十分有限了。这就好比看着反光镜开车——当危险来临时你已措手不及！明智的经理或主管人员明白他们不能引导公司走这条路。但投资者一旦拥有了这家公司的股票后，他们却无从选择。财务信息极易采集，然而管理信息却恰恰相反。财务信息可以进行分析和比较。愿意相信它的人可以利用这些预测未来，过去的财务表现也许可以预示将来的财务表现，却绝不可能确保这种预