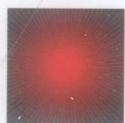


# 公司内在 价值诊断

重构公司财富创造、资本价值实现之衡量与分析的微观基础



A Diagnosis of Intrinsic Value of Company

To Restructure the Micro-foundations of Measurements and Analyses  
on Company Fortune Creations and Capital Value Realizations

殷明德 著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

# 公司内在 价值诊断

重构公司财富创造、资本价值实现之衡量与分析的微观基础

A Diagnosis of Intrinsic Value of Company

To Restructure the Micro-foundations of Measurements and Analyses  
on Company Fortune Creations and Capital Value Realizations

殷明德 著



北京大学出版社  
PEKING UNIVERSITY PRESS

## 图书在版编目(CIP)数据

公司内在价值诊断：重构公司财富创造、资本价值实现之衡量与分析的微观基础/殷明德著. —北京：北京大学出版社，2013.10

ISBN 978-7-301-23090-9

I. ①公… II. ①殷… III. ①企业管理—财务管理—研究 IV. ①F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 203023 号

书 名：公司内在价值诊断：重构公司财富创造、资本价值实现之衡量与分析的微观基础

著作责任者：殷明德 著

策划编辑：叶楠

责任编辑：姚大悦

标准书号：ISBN 978-7-301-23090-9/F·3730

出版发行：北京大学出版社

地 址：北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址：<http://www.pup.cn>

电 话：邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926  
出版部 62754962

电子信箱：[em@pup.cn](mailto:em@pup.cn) QQ: 552063295

新浪微博：@北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

印刷者：北京大学印刷厂

经 销 者：新华书店

730 毫米×980 毫米 16 开本 29 印张 469 千字

2013 年 10 月第 1 版 2013 年 10 月第 1 次印刷

印 数：0001—4000 册

定 价：69.00 元

---

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，侵权必究

举报电话：010-62752024 电子信箱：[fd@pup.pku.edu.cn](mailto:fd@pup.pku.edu.cn)

# 序

## PREFACE

经营环境与价值相关领域一些里程碑性质的演变对本书的构思和写作产生了重要的影响。一是伴随着 20 世纪延续至今的过剩经济或买方市场，公司暴露出利润至上观念与受迫性竞争模式之间日益紧密的因果联系，并由此助长了既有全球化竞争格局下以“创立标准、高额溢价、转移暴利、称霸产业”为标志的跨国产业巨头与体量仅存的本土公司之间的强者愈强、弱者愈弱的局面。这就迫使我们去思考一种比利润更具包容性的价值理念。通过深挖其中的主创性竞争元素和机制，一股挑战、改变乃至颠覆业已存在的、财富创造微观领域中强权结构与资本市场价值扭曲惯性的力量似已喷薄欲出，势不可挡。二是 2005 年牛津大学出版社出版的 *The Origins of Value*<sup>①</sup>，从全球视角呈现出重新界定公司内在价值必要性的四千年历史渊源，作者为此延伸了通常仅仅对现代金融、投资文献进行引证、评述的时间序列和历史跨度，以图在当今纷纭繁杂、变幻莫测的经济环境中还原、重现价值观念和公司价值的基因，修复业已脱节并倍遭扭曲的古老价值本质与现代价值形态之间的内在联系。三是面对近些年中国经济体量（GDP）已是在全球坐二望一的事实，作者发现这部有关公司内在价值的著作很有可能因其对公司经营底层最小价值创造单元的发现及其竞争性要素的协同式集成、对公司单一种类产品经营的非现实假设下会计报表形态价值衡量方法的颠覆、对源自不同个类产品价值链竞争性要素的公司股票（权）投资价值分析方法的系统性改造、对这一创新理论和方法体系在《财富》500 强暨中国国家骨干企业集团初步应用的实践，而成为中国经济、中国企业与其在全

<sup>①</sup> *The Origins of Value: The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* 于 2005 年由牛津大学出版社出版，作者是威廉·N·戈兹曼（William N. Goetzmann）和哥特·K·罗文霍斯特（Geert K. Rouwenhorst）。其中文第 1 版译为《价值起源：改变世界的金融创新——金融市场和金融工具是如何兴起的》（万卷出版公司 2010 年出版），作者以为可将副标题直接译为“产生现代资本市场的金融创新”。

球经济中的地位相匹配的一份宣示、一缕证言。恰逢截稿之前，惊悉全球第三方机构断言：中国经济将自今起的数年之内荣登世界头号经济大国的宝座。作者复又随之将这一“经济地位-管理先进相匹配”的观点增补至本序中的第三部分，以此强调中国公司也能拥有全球最具创新性和先进性的管理理念、管理方法与管理模式，以及这种先进性与匹配性形成的必然性与合乎逻辑性。

## (一)

20世纪70年代以来，美国、日本和欧洲等经济先发国家和地区进入了主要生产资料和消费品的生产过剩、供应饱和或买方市场阶段，其标志是钢铁、汽车甚至农产品等产出都较六七十年代的高峰明显下降并停留在相对较低的水平。<sup>①</sup>伴随着这一买方市场的形成和持续，以产业横向集中为主要特征的企业并购却高潮迭起，仅在20世纪最后的二三十年间竟一连出现过五至六次大规模的并购浪潮。其动因十分明显：通过横向并购以减少公司间的竞争<sup>②</sup>、节约固定经营成本。但是，以高杠杆融资为主流的企业并购导致资产负债率的危险性爬升，特别是后并购阶段的业务、资产协同性整合在短中期内的效果并不明显，更进一步拖累了公司的盈利和投资回报，从而严重地削弱了公司在资本市场的融资能力，损害了股东利益。于是，以追求股东利益最大化为宗旨的股东价值思潮应运而生，并且一度于20世纪八九十年代广为流行。其中，作为代表性理念、方法的经济利润<sup>③</sup>和经济增加值<sup>④</sup>受到追捧，因为从股东视角衡量的公司价值或股东价值，不仅强调对传统意义上的公司整体利润作营业口径上的修正，并且进

① 王元璋、赵中杰，“买方市场：我国与西方发达国家的比较与分析”，《财经研究》，1999年第1期。中国于20世纪90年代也出现了买方市场的现象，尽管其形成内因与西方国家有所不同。

② 这种行为引发了与垄断法的冲突。事实上，20世纪最后的三十年间，美国企业并购与反垄断之间的博弈已成为经济动荡中的一道风景线。

③ 麦肯锡采用经济利润的提法，与经济增加值有相同之处。

④ 20世纪八九十年代，由美国财务咨询机构（思腾思特公司）率先提出的一种股东价值理念和方法。其核心思想是，从营业的视角看待、调整公司的盈利和占用的资本、资产，并且从税后营业利润中扣减包括权益性资本在内的全部资本成本，其剩余即为经济增加值（Economic Value Added, EVA）。这一理念、方法曾于20世纪末的十余年间在英美企业中流行。进入21世纪后，其在西方经济先发国家的影响力日渐式微，但在中国，因其具有抑制资本浪费方面的优点，自2010年起，成为中央政府考核中央企业经营业绩的一项重要的、权重最高的指标。

而对那些纯粹用于营业的公司报表中的资本同时扣减债务性资本成本（利息）与权益性资本成本。不仅如此，部分美国公司还将经济增加值引入经营业绩的考核，将经济利润引入公司权益性证券的投资价值评价或分析。

然而，成也萧何，败也萧何。源自过剩经济和买方市场的公司经营和发展有着其深刻的内在根源和运行逻辑，是不能仅凭对公司股东价值的简单界定和报表层面的衡量，仅凭在资本市场以股东价值为噱头打出的情感牌、立场牌、利益牌而得以持久维系的，因为这种漂浮于资本市场的股东价值理念与价值衡量方法缺乏对买方市场环境下卖方之间竞争要素的透彻把握和集成式衡量，特别是对基本或最小价值单元完整价值构成要素中的资产占用缺乏独立的计量手段，终成为经济利润与经济增加值这类股东价值概念不能面对买方市场下经营性竞争要素完整衡量、不能建立竞争优势与核心竞争能力提升机制、不能在资本交易过程中实现公司或股东真实价值的根本原因。由此，当我们亲眼见证资本市场如何一度热捧股东价值及其方法体系，又随即在短短的十余年后还以冷漠的场景，也就不足为奇了。

追忆一下紧缺经济或卖方市场背景下卖方居奇、买方争购的公司方运作黄金时代。那时，凡经营公司只需牢记一条戒律：从收入中减去成本和费用以获得利润。也就是说，利润法则或盈利理念的要旨就在于既定收入<sup>①</sup>下对成本和费用的控制、节约，同一行业内的各家公司自然会各行其是，其他一切都已退居其次。不曾料想，一旦踏入饱和经济、过剩经济或买方市场时段，公司之间就要围绕着共同的买方而争相销售同质化的产品，稍有差池便会产出积压、盈利消失甚或亏损浮现、资不抵债。于是，仅靠削减成本的老套经营法则失灵了。为迎合共同顾客日趋苛刻的需求，公司就得想办法提供差异化的产品，抑或在生产工艺、作业流程上煞费苦心以取得成本上的相对优势，也就是说，公司不得不考虑增加支持产品的技术先进的设备投入并因此突显资产购置（建）的重要性；要研究独特和先进的技术，支持产品创新和功能的差异化，并因研发支出的资本化而形成开发支出形态的非流动资产。此外，作为买方，顾客可以利用供应商之间的竞争，在支付环节上善用货到付款、延期支付和节省自身库存的即时供货等便利，由以形成卖方或公司一方的应收账款（票据）、产成品或全

<sup>①</sup> 说收入是既定的，指的是公司的收入无需市场营销，而是视其产能的规模以及能获得多少生产性资源。

部产品相关生产性资源的库存等流动性资产。以上种种买方市场与作为供应商的公司间竞争加剧环境下资产占用重要性的突显，与公司资本资源的稀缺恰恰形成了尖锐的对立，也是以衡量、扣减资产占用的资本成本、图求节约资本为特征的股东价值理念和方法兴起的主要理据和动因。而正是在这样一个公司经营环境发生基础性变化的情况下，将迄今仍片面追求的利润、效益和效率等经营理念置于价值的更具综合性、竞争性的体系框架之中，使之与价值构成中的其他资产类要素相互协同，才能最终确保自身价值的增长和核心竞争能力的提升。

单纯或片面追求利润和效益已不再适应过剩经济或买方市场的经营环境，乍看起来像是一个与企业管理古老信念相悖的伪命题，但它却在全球经济日趋一体化的今天道出一个残酷的现实：对于那些已在全球范围内上中游产业拥有产业基础性应用技术标准<sup>①</sup>、具备产出的高倍溢价强势、从他国攫取的暴利可以通过国别间转移成本和定价实现财富的回归、利用超额（毛）利润再次巨额投入基础性应用技术研发以升级或更新产业技术标准的跨国产业巨头来说，利润和效益完全符合它们的行为特性，因为它们拥有基于产业技术标准的高倍溢价强势，以致利润对于它们来说已是一种天然的特权，只需以高倍溢价为核心，而不必拘泥或过分拘泥于无限制成本压缩而削弱自身的中长期竞争优势。<sup>②</sup>然而，中国本土那些缺乏行业基础性应用技术标准、在各自产业链上中游失去定价权和溢价强势、缺乏暴利去支撑奢侈的基础性科技创新的公司，只能依偎在别人的技术体系、定价体系、产出体系及其派生的持续创新的商业模式一旁吮吸着残羹剩汁，甚至靠代工以求生存，靠无限度地压低报价和成本、放弃或局部放弃基础性研发使命、耗竭式延长设备资产的自然或设计寿命，以致坠入无标准、低价格、压成本、薄利润、靠规模、拼速度的生存导向的恶性循环之中，由此形成一种在全球既定产业权势格局下的典型的依附经济。在无力改变这种格局的情况下，作为社会财富创造微观实体的本土公司不得不一味按照全球经济中

① 指能影响整个产业的技术状况、发展方向与趋势的技术，如电信业无线通信技术中的3G、4G标准。若要使这种产业技术的标准覆盖尽可能广的应用范围，就必须投入巨额研发、试验的资金。在现实中，没有超额（毛）利润作支撑、作基础，仅靠政府资助、并购是难以建立并形成覆盖面广泛的基础性产业技术标准的。

② 这些跨国产业巨头受到亚洲经济尤其是中国经济崛起的冲击，其全球性产业的霸主地位也有所动摇，但其基于“产业基础性应用技术标准”研发的技术领先和商业模式创新者的优势仍在（尽管一些跨国产业巨头的高额溢价部分来自诸如行贿一类的非法商业运作）。

拥有标准和定价权的强者们的牌理出牌，仍旧坚持本属强者意义上的利润、效益和效率至上信念。而由此获得羞涩的利润和效率，在作者看来，不过是一种顺从既定产业强权、甘做跨国产业巨头附庸的自我慰藉而已。

由此看来，我们从稀缺经济或卖方市场的盈利法则，经饱和经济再到过剩经济或买方市场的价值法则，从股东价值的市场概念到股东价值的内在构造与竞争驱动，又从过剩经济或买方市场环境下的公司间竞争到资产作为竞争和价值构成不可或缺的组成要素，再从衡量基本或最小价值单元（基于不同类产品）价值创造的传统会计方法的盲区到股东价值框架中经济利润和经济增加值的功能局限，阐明了在资本资源稀缺背景和既定全球性产业强权下欲建立公司的竞争优势、提升核心竞争能力，就必须放弃仅仅从盈利、效益（以资产或资本回报表示）和效率（以收入的资产周转表示）来看待、把握和参与竞争的陈旧观念，而应该突出以价值为核心，以价值带动盈利、效益和效率的全方位竞争理念。而恰恰在这一点上，从投资者视角看待、接受的公司价值，已不再是传统上人们普遍熟悉的利润或现金流量与资本市场风险测度（以贴现率表示）相结合的那种具有强烈资本交易属性的时点价值形态，也不再是转向经营期内但仍然滞留于单一业务或产品经营假设下的会计报表和部门汇总式衡量方式的期间价值形态（如经济增加值），而是在买方市场和多元业务经营假设之下，能够深入到经营底层全要素集成并循着每一个类产品纵向价值链全程展开的、能够揭示出价值创造能力与核心竞争能力的、能够结构性改变资本市场权益性证券投资价值分析框架的那种期间价值形态，即公司内在价值。这就要求我们重构买方市场下衡量、分析公司财富创造过程与资本市场公司价值实现的微观基础，也即对作为本书主题的公司内在价值给予重新界定，建立其创造、形成过程及其资本市场实现的衡量、分析、监测、评价与诊断的完整体系。

## （二）

从金融演变的视角来看，从以货币<sup>①</sup>表示的交换价值开始，历经信贷、债券、公司股票、远期合约、期权与期货等金融衍生工具到基于流动性的近、现代证

<sup>①</sup> 这里所指的货币包括 4 000 年来作为商品交换的商品本身及其后逐渐演化的专用物品、贵金属、普通金属、民间纸币、国家纸币。



券市场，有一条萌芽—发展—成熟的次序和脉络，而价值则是贯穿始终的元素。

在这条基于价值的金融工具演变的链条中，我们发现，价值的起源或者说作为价值衡量标的最早形态，是一种农业、畜牧业中的农作物生长和牲畜的繁殖，稍后，又进一步丰富到包括由政府或社会组织参与的市政、水务专项工程，等等。例如，距今约4000年左右的古巴比伦时期的大麦、羊群，既作为原始债务，又作为债务的利息。特别如以羊群为债务标的的场合，“利息的概念是与‘母羊生产羊羔’联系在一起的”<sup>①</sup>，因为母羊和羊羔（当然也包含大麦）是直观的、形体合一的、具有长期可预期价值属性的、不可再次分解且作为基本或最小单元的、可用于交换的债权性标的资产。这种以农作物、牲畜或专项工程等作为债权标的（本金和利息）的价值，尽管在今天看来过于原始和粗糙，但它却已经具有现代价值观念的五个基本特征：一是有用性或可消费性，即后来经济学家们所谓的使用价值（即使在作为纯粹的交易货币时，它仍具有作为交换价值的某种专项使用价值）；二是基于货币<sup>②</sup>媒介功能的可交换性和市场关系<sup>③</sup>属性；三是在期限上具有作为未来不可确定性交易定价的信用基础或金融衍生品的标的资产<sup>④</sup>属性；四是价值实体单一性、同质性或作为不可分解的最小价值单元的属性；五是隐含了价值构成要素（如影响工程项目、牲畜繁殖和农作物生长价值的物料、劳务、土地、饲料、灌溉、肥料等生产性资源的供需、成本，等等）对价值的因果性作用关系，以及这些价值构成或驱动因素自身的可扩展性、多变性和各自相对重要程度的可交替性。

当价值的形态进一步演变到距今约2000年的古罗马时期，股份制公司的雏形逐渐显现。尽管严格意义上的股份制公司（荷兰东印度公司）以国家法律的形式设立于1604年，但古罗马时期的公司已具有现代公司较为完整的基本性质：（1）作为企业法人的公司不再因权益人的自然寿命终止而终结，从而使公司具

① William N. Goetzmann, K. Geert Rouwenhorst, *The Origins of Value*, University of Oxford Press, 2005, p.25.

② 可以是本身具有价值的贵金属等专用或兼用货币，也可以是基于国家信用或强力的普通金属甚至纸币的纯专用货币。

③ 在本书的理论篇将要阐述，价值是相对于多于一个个体（自然人或组织）之间的、同一时点或不同时点的交换关系而言的。没有两个或以上交易主体的关系格局，谈论价值也就没有意义。

④ 即作为金融衍生产品定价基础的金融产品。例如基于股票现值的股票期权，后者是金融衍生产品，其于未来期间的买入或卖出价格是在前者的基础上确定的，因而前者成为后者的标的资产。

有了永续经营的前提条件；（2）公司的成员可以经授权签署有关交易的法律文件，由此方便了公司经营、投融资活动的频繁开展；（3）金融资本的提供者不必参与公司的经营管理，其结果是所有权与经营权的分离，金融资本可以委托并交由更加擅长业务的职业经理人打理；（4）投资者仅对其出资担负经营风险，因而其责任是有限的，由此拓宽了公司资本的来源和基础，吸引了更多投资者在有限责任风险的法律框架中投资公司；（5）公司采用税收合伙<sup>①</sup>的形式，承办政府的各类租赁业务，相对于古巴比伦时期的价值标的（如大麦、羊群），古罗马时期的公司专项业务已相当多元化（如货物运送，建筑工程，国家公有土地上的放牧、采矿、捕鱼、林业、港口等业务）；（6）公司所有权可以有偿转让并在市场上自由交易，由此界定出公司价值的可交换性质和在资本市场上实现的方式和途径<sup>②</sup>。在此基础上，“股票价值依赖于企业的成功，而且也像今天的股票市场一样易于波动”<sup>③</sup>。于是，价值的载体或价值标的的资产的形态就由农作物、牲畜、工程进一步演变为公司及其所发行的权益性证券——股票（权）。而由于公司的永续经营、有限责任、业务多元化、所有权与经营权的分离及在此基础上的股票（权）的可交易性等特性，以公司股票（权）为标的的价值形态更具有内在驱动要素构成的广泛性、交易的期间分布与信用结构的复杂性、价值创造与价值实现之间关系的模糊性。也就是说，在公司及其权益性证券作为价值标的资产的情况下，人们对于价值的认识已不再直观，公司价值的属性相对于 4 000 年前的价值原生态更具有隐蔽性和测不准性质<sup>④</sup>。

在价值形态与价值形成机制其后的演变过程中，即在距今 1 000 多年的时期内，象征着国家强权的纸币的出现、政府债券不断扩大的范围与多样化形式的发行，又进一步使得价值尤其是公司价值成为财政、金融政策共同作用的结果，并且被湮没在跨越国界、多重货币的更为广阔的视角之中。

① 税收合伙具有公司性质，业务由税收官（即包税人）来完成。合伙是指两人或以上共同出资、共同经营、共同分配盈亏的契约性个人合伙组织，是现代公司的雏形。

② William N. Goetzmann, K. Geert Rouwenhorst, *The Origins of Value*, University of Oxford Press, 2005, p.38。

③ Ibid, pp.38—40。

④ 由索罗斯执掌的著名国际证券投资基金之所以被称为“量子基金”，就是因为其将证券价值视为具有某种物理上量子的测不准特征。

到了距今约 400 年的时期，随着基于公司价值标的资产的远期合约发展而来的期货、期权等金融衍生产品的出现，以及全球性、多币种参与的证券市场不断增长的流动性，价值和公司价值的创造过程被进一步市场表象化并遭到更为严重的扭曲。如今，人们看待价值和公司价值已习惯于只看价格以及引发其波动的市场表象化因素，因为内部的、底层的、类似 4 000 年前的农作物、牲畜等承载价值的标的资产在形式上已不再具有同质性和形体单一性，作为价值起源的上述五项基本价值属性以及隐含在公司价值深处的六项价值本质特征，在现代公司的发展和长期以来金融演变的过程中被打入价值形成链条的“十八层地狱”，已是概莫能辨。

无独有偶，伴随着价值和公司价值所采用的金融形式的演变，持续的科技进步在显著缩短商品或产品的使用寿命，致使频繁更替的价值标的与作为其外壳的公司载体不再从一而终，由此颠覆了公司的企业法人形态与其价值内含的一致性格局；化石能源与矿业、农业等基础性资源的日益枯竭和供给负荷的日趋加重，外加纸币的滥发，其所传播的通货膨胀使得时间维度的价值或公司价值衡量备受扭曲。更为夸张的是，商业竞争的加剧助推着公司业务的多角化、产品种类的多样化，甚至产品的经济寿命愈益短于相伴其间的设备的技术寿命，由此导致公司价值因深藏其中的众多独立价值实体和单元的存在而无从衡量、难以辨认。

走到这一步，那些长期以来不断由金融外壳包裹、覆盖着的价值和公司价值，在经历了科技、资源和竞争三大现代经济标志性元素的融合、洗礼之后，更进一步突出、扩大了公司内以不同个类产品表现的每一种价值标的与公司整体价值在创造、形成的过程、方式、构成、机制等方面的差异，从而使得基于公司整体价值的合成化、表象化、模糊化衡量，更加隔膜了公司价值创造、形成与其衡量、分析、评价结果之间的数值关系和逻辑关系，掩盖了不同价值标的或资本市场标的资产的价值关系，从而使公司价值被进一步神秘化、模糊化与黑箱化。其后果是最终动摇了价值衡量、呈现及实现的根基。于是，有形商品、金融产品及公司价值的实现或交易的不确定性风险急剧增加，价值构成或决定要素的细分、变形及其作用方式的复杂化，以及要素间关联链条的延长与各自重要性的更替、转换，更多地蒙蔽了价值创造者、享用者或公司利益相关者的双眼。

在这种迷雾笼罩着的公司价值创造与形成的氛围之中，我们联想到价值起源的场景，回忆起还原价值的那五种基本属性，更注意到这些基本属性如何能够清晰地呈现于当今公司价值的衡量、评价、监测、分析与诊断之中。尽管时过境迁，公司价值的形态及其内在元素仍在不断地丰富、变幻，但通过重新界定公司价值或公司内在价值，针对现代金融元素、科技进步的结果、公司竞争的态势、能源与基础性资源的状况，以更具包容性的内容和手法去重现公司价值的本质属性，对于当今人们所面对的纷呈烦扰的竞争环境乃是一种源自社会现实和发展的责任，也是本书创作的一项根本使命。

### （三）

据 2012 年 11 月 10 日和 2013 年 2 月 4 日世界经济合作组织（OECD）、普华永道分别发布的报告，中国最快可能在 2016 年、2017 年取代美国，成为世界第一大经济体。<sup>①</sup>也有出自其他独立第三方机构有关中国经济在体量上超越美国但时间上稍显谨慎的种种预测。

中国经济的迅猛增长、体量的极速膨胀、吸纳海外资本的“磁场”效应，甚至跨出国门的紧密步伐早已为全球瞩目。问题是，即将成为世界头号经济大国的中国经济及作为其贡献者的中国公司，迫切需要与这一身份相匹配的自主发展理念、整体创新的管理模式和具有高度实操性的应用体系。而且这一模式和体系还应具有带动、引导其他经济体竞相模仿、踊跃跟随的潜力以及国际领先的思想、理论、方法、工具和实践，就像在近代洋务运动时期和过去二三十年间美国、日本、欧洲企业的管理方法之于中国那样。的确，在经历了漫长的苦难、孱弱、落后、彷徨、停滞、蹒跚和追赶之后的中国经济、中国公司，在即将迎来封冠庆典的激扬时刻，难道不应怀揣此心、豪放此言？中国的体育项目可以在世界大赛中夺取金牌、创下并保持纪录，中国的公司可以创造世界最大的经济体量和最快的持续增速，中国的公司在管理上还有什么理由不再有所作为？

回顾近些年来，中国公司的管理模式一直以国际主流、经典和先行者为标杆，例如在全面质量管理、即时生产、作业流程再造、全面预算管理、风险内控、公司价值评估、经营业绩考核中的关键绩效指标与平衡计分卡、股东价值中的经济增加值、资本市场中的杠杆融资并购、公司治理、上市公司董事会建

<sup>①</sup> 分别按照 2005 年、2011 年的购买力平价（PPP）计算。

设，以及初露苗头的集团管控之内部市场构建，等等。尽管在对标杆的学习中不时出现“中国式应用”一类的局部创新与环境适配，但总体上还远未摆脱国外“舶来品”的体系和框架，更未放弃国外模式追随者的角色。

不敢说还有哪些企业管理分支尚未出现全新、主创的中国版完整管理模式和应用体系，但至少在公司价值这一横跨股东价值、内部价值的衡量和管理、外部（资本市场）价值评估、内向化的顾客价值<sup>①</sup>，以及相关资产经营等企业管理重要甚至是核心的领域，我们终于拥有土生土长的公司内在价值这一集经济学、会计与财务、金融与投资、企业管理和数量建模之大成的理论构架、方法体系、操作工具、应用实践、管理规则和运行标准，这就是经重新界定的公司内在价值的完整版本。敢于说“全新”、“主创”和“完整”，是因为比照迄今为止的主流文献和应用实践，率先发现的公司价值创造与核心竞争能力提升更深层的驱动、决定和构成因素，就像早期自然科学发现决定着物质（化学）元素分类特征和行为规则背后的、更深层次的原子（量）及原子核电荷<sup>②</sup>那样。进一步地，在论证和解释这些长期湮没在云山雾罩中的深层次要素或经营底层要素的活动或行为规律、价值构造的方式和形成机制的同时，还要重新界定公司价值和公司内在价值，并且通过一系列独创的方法与核心技术搭建起公司内在价值的完整理论框架和应用方法体系。这种源自深层次要素科学发现的全新理论和应用体系的确立，与自然科学的进展方式如出一辙，甚至连标准形成、实例推演、结果检测等精细环节也同样被视为不可或缺并给予了系统性的解决。

同样不敢去想这一全面创新的体系具体何时会被中国以外的其他经济体“竞相模仿、踊跃跟随”，但有几点是肯定的：全球经济中的公司无不面临着几乎完全相似的难题和困境；现行或主流企业管理的模式和方法同样千疮百孔、亟待革新；中国公司参与全球经济的冲动业已爆发出难以抗衡的力量。由此，这一体系所发出的“发现新要素”和国家骨干集团公司率先实验<sup>③</sup>的信号及其震撼，至少会自眼下到不久的将来，引发业界的广泛关注。剩下的工作，就是如

① 指从顾客价值视角看待的公司价值。

② 19世纪后半叶，门捷列夫在建立化学元素周期表期间，明确指出元素的基本属性是原子量。他认为元素之间的差别集中表现在不同的原子量上。

③ 指2012年《财富》500强排名第250位的中国航空工业集团公司的深度试点性应用，以及排名第221位的中国电信集团两家省级公司的初步尝试性体验。

何在体系的进一步推广中不断改进、优化并持续增强其实用性、可靠性、实效性、简便性和吸引力。这就不再仅仅是体系研发者与敢为天下先的少数国家骨干集团公司的单方面职责，而应该是甘愿为中华民族复兴喷洒热血的中国公司、国有资产监管部门、资本市场的监管者与交易参与者、学术前沿的专家学者们挺身而出且共同肩负的使命和义务！

# 前言

## Foreword

公司内在价值<sup>①</sup>在主流文献中一般指现金流量贴现后的现值。定义中的现金流量源自公司净利润基础上的现金流量调整，贴现则代表着资本市场对公司未来多期现金流量的风险修正。当然，对于公司内在价值还有其他一些版本的界定，但万变不离其宗：公司内在价值源于税后利润，税后利润又由公司的会计报表体现，会计报表由其中的会计科目组成，而每一项会计科目又都代表着公司全部相关业务活动及其数据的汇总，即是由任一科目出发，横向归集公司范围内全部属于该项科目的经营、管理活动的数据。于是我们发现，当一家独立以企业法人形式注册的公司仅仅生产或提供一种（或一类）产品，也就是说，当公司的所有销售合同或营业项目中只列示一种产品，而且这种产品从设计到售出的完整循环又仅仅由一种（或一套）技术上统一的生产工艺或作业流程实现的，上述那种由会计报表组成的科目链就形成一条天然的价值链，针对这条价值链并由会计报表生成的利润及其后经过调整的现金流量就具备了公司内在价值的基本属性。

让我们更换一个场景。在这里，一家公司经营着多个种类的产品，而且这多个种类的产品从技术上而言，是在不同的生产工艺或作业流程上完成其面向顾客的购买或消费状态的效用或功能。此时，类似上面汇集在会计报表中的税后利润及随后的现金流量形态还能被视为公司的内在价值吗？如果回答是肯定

---

<sup>①</sup> “公司内在价值”中为什么用“公司”而非“企业”？这是因为企业的含义较为广泛，它除了公司所代表的企业法人之外，还包括独资企业和合伙企业两种形式。在产权关系上，独资企业和合伙企业的财产属于其所有者而非企业本身，因而具有无限责任的性质，并且正因为这种性质，独资企业与合伙企业本身无需就其利润缴纳企业所得税，而仅由其作为所有人的自然人缴纳得自企业利润的所得税。因此，在本书中讨论由企业拥有产权的资产并涉及所得税由企业缴纳时，为了保证形式与内涵的一致性，只能采用窄口径的企业定义，即作为企业法人的公司，而“公司内在价值”中的“公司”正符合其内在价值在产权与赋税方面的内涵。

的，那就等于默认多类产品可以平均或统一地表现公司的内在价值。现实中，一家公司经营多个种类的产品已成常态，而且，在竞争激烈、资源有限这两大相互对立的约束环境下，经营多类产品就必然面临着产品的选择和组合以及资源在其间的配置是否明智、是否是竞争和资源使用的优化解、是否在实践中被证明具有竞争优势或强势等一系列问题。显然，在多种产品经营环境下，从前面那种会计报表的分类核算、横向归集方法得到的利润和现金流量，已不再能武断地代表公司的内在价值。因为一方面，公司既定的产品组合与资源配置未必能统一地代表公司的竞争力或核心竞争能力；另一方面，在产品组合之中，必有某一类或多类甚至全部产品能够反映公司的核心竞争能力，但这需要经过对每一类产品独立衡量、分析之后才能证明。

在此，又牵连出另外一个更具公司内在价值本质特征的问题：公司内在价值究竟应该是一种报表属性的价值，还是一种反映、揭示公司核心竞争能力的、能够引导公司经营的竞争取向及资源的竞争性配置的价值。答案显然属于后者。因为前者至多不过是一种经营活动中的簿记，一种历史的回顾，一种向利益相关者报告已经发生的事情的格式化责任和工作程序，但它已不再能够应对当今公司间竞争日益激烈、资源尤其是资本资源日益稀缺的现实环境，不能反映公司除已发生的经营表现之外还应具有的、未来能够进一步表现的、带有趋势性的、预示着发展空间大小的某种能力，而这些恰恰是与公司内在价值得以在资本市场最终实现的，与那些着眼于未来、能力和趋势的根本原则完全一致的。

于是，会计报表已不堪多种产品经营环境中针对每一个类价值及其构成要素独立衡量的重负，而且会计报表的簿记性质也限制了它视角向内、聚焦不同个类价值创造载体且要素纵向展开汇集的竞争能力衡量与分析的功能。即使是借助公司内在价值以反映股东价值，由会计报表表现的股东价值最多也不过是某一会计期内所有者与公司（所有者的资产）之间产权关系的量化表述和权益体现。而借由公司内在价值表现的股东价值，本质上不应是会计报表的账面价值，而是凝结、沉淀于公司核心产品、先进设备和关键顾客中的价值创造能力与核心竞争能力；是体现在从价值链、营业整体到公司综合三个价值形成阶段间的资源配置效率和冗余；是管理手段中能够在业务动态发展中辨识出哪些是战略目标实现关键驱动因素、哪些属于经营瓶颈的一种能力的揭示。因为资本



市场基于公司外在价值<sup>①</sup>、形成交易价格的价值实现不仅反映公司当前和历史的业绩，更多地预示着公司未来能够为股东创造价值的空间大小和表现趋势，是一种根据对公司业绩表现和管理方式的观察得出的、对其未来表现的信任度投票。

只有当公司内在价值分别在不同个类产品、顾客和设备资产这一个个价值创造衡量的基本或最小单元上被界定之后，它才能展示出揭示公司核心竞争能力的强大功能，才能体现出公司内在价值的内在性质。由此出发，借道不同个类产品独自的价值链及其上的各个环节，公司内在价值就能与影响并决定公司核心竞争能力的现代竞争性元素在经营底层衔接起来。那么，与公司内在价值相联系的，又有哪些现代竞争性元素呢？

公司内部基于不同个类产品（或服务）的价值链及其各个环节、公司外部与不同个类产品及其各自价值链对应的产业链及其结构化的竞争要素、从公司价值链向上游经营性资源供应商延伸的供应链构成要素、从公司价值链向下游顾客延伸的供应链构成要素、顾客价值构成要素等都属于与公司内在价值相关的现代竞争性元素。这些体现在最新学术文献和公司发展实践之中且已逐步成为主流的现代竞争性元素共同具有的一个特征，即高度个性化的属性：谈价值链就必须从每一种产品或其细分种类的产品开始，梳理各自不同的、专属一个个不同种类产品的价值链<sup>②</sup>，因为针对不特定个类的、抽象的产品，泛指的价值链只是一个教科书中的抽象概念而不是现实中的功能要素。于是，再由每一条个性化的价值链出发，其链条整体及以上各个环节又去分别对应那些围绕一个个产品种类展开的产业链、一个个围绕着不同类型顾客向上追溯的供应链，以及更具个性化的一个个不同类型的顾客价值诉求。再回顾一下我们烂熟于心的传统公司价值概念及新近发展出的经济利润和经济增加值，它们全都停留在公司层面会计报表、部门汇总数字统计的范畴，远未涉足或在数量上涉足这些

① 本前言开始所述的现金流量贴现后的现值就是一种典型的公司外在价值。之所以界定价值的外在性，恰恰是因为其采用的贴现率来自公司以外的资本或股票市场风险量度。我们不说公司在资本市场的交易价格本身就是外在价值，是因为对价值二字的本性认识在于强调其时间维度中的相对稳对性、空间维度中的相对一致性，以致相对于发生在不同场合、不同时间点的价格所表现的偶然因素和前后关联，即便是外在价值也应具有某种规律性和对偶发因素的抗干扰性。而若将公司内在价值以现金流量的转换形态置于公司外在价值的计量表达式之中，则最终影响甚至决定股票（权）价格的核心因素是公司的内在价值或内在价值为本、外在价值为用的二者的结合。

② 尽管在不同价值链中存在着环节间的交叉，但就每一种类哪怕是细分类别的产品来说，都有其各自独特的价值链。