

第一章

股东价值与企业目标

自 1986 年《创造股东价值》一书出版以来，管理的首要职责是增加价值这一理念已在美国受到普遍认可。随着竞争和资本市场的全球化，以及私有化浪潮的兴起，在英国、欧洲大陆、澳大利亚和日本，股东价值迅速引起了各公司经理人员的注意。此后十几年，股东价值逐渐转变为评价企业绩效的一个全球化标准。

20 世纪 80 年代初期，股东价值方法包括在进行资本预算决策和制定并购定价时采用贴现现金流分析法等。几乎没有公司能对股东价值做出明确的承诺，许多公司对股东

股东价值逐渐转变为
评价企业绩效的一个
全球化标准。

价值方法的应用也是支离破碎的，管理层更关注短期的盈余。80 年代后期兴起的公司接管运动促使管理者更多地考虑如何创造价值。成熟行业（如石油业）中的许多公司把大量超额现金流投资于多元化经营或其他不经济的项目。其他一些公司也没能做到挖掘出资产的最大价值。例如，从事零售业的公司，尤其是那些位于黄金地段的大型百货公司，他们并未出售地皮以便将资金投入能够创造更多价值的项目；当缺乏有利可图的投资机会时，他们也并未给股东分红。在这些例子中，证券市场反映了这些信息，引起公司价值缩水，导致了“价值差”，即公司追求股东权益最大化时的价值与公司目前的价值之间的差额。正的价值差常常引起其他资金充足的公司袭击者的标购，并导致现有公司管理层的更换。惟一有效的保护措施就是承诺股东价值优先，以此来消除价值差。不管怎么评价外部的侵入者和他们所采用的手段，被接管的威胁常常迫

使公司的总裁不得不更多地关注如何为股东创造价值。

20 世纪 80 年代后期，由于滥用接管——高杠杆比率支撑的收购溢价的过度支付，“财务”收购的方式走向式微。进入 90 年代，华尔街的接管者逐渐退入幕后，上市公司首席执行官们的压力才有所缓解，但是他们再也不能获得以往那样丰厚的回报了。过去的几年内，机构投资者加倍努力为其掌管的基金受益人争取得更多的回报。工作重心确定为那些业绩不佳的公司，促使这些公司在战略和管理上进行变革。例如，加州公共雇员退休系统（CalPERS），每年要从他的投资组合中选出十只业绩最差的股票。养老金交易组织——机构投资委员会每年都要从标准普尔 500 中挑出 20 家最差的公司，这些公司的股东收益（即股利加股价升值）是同行业中最低的。1992 年，罗伯特·英克斯与耐尔·米诺共同创建 LENS，专门从事投资那些“潜在价值非常高，但由于管理层不重视，业绩并不好的公司”的股票。经过 LENS 对其选定的上述公司的有效干预，其 1992 年投入的 1 美元在 4 年间增值到了 2.28 美元，而同期标准普尔 500 只增值至 1.69 美元。^①积极的机构投资者还协助美国快递（American Express）、柯达、通用汽车、K-Mart、希尔斯（Sears）和西屋（Westinghouse）等公司更换了首席执行官。

在美国，董事会和高级管理层一致认为追求股东价值最大化是“政治上正确”的。正如其他好的理念那样，股东价值由最初的受忽视、拒绝采纳到现在的不证自明，它频繁出现于年报、公开出版物、金融分析师会议和管理论坛上。但是，在市场经济条件下，股东价值方法在资源配置方面所起的关键作用还远没有被普遍认同。持续有年的公司重组和员工解雇被归咎于股东价值的考虑，政客们则指责公司高管的自利和短视，只关注于当期的股价。在世界其他地区，如欧洲大陆，竞争性的全球市场所要求的股东价值业务实践与拥有长期传统的社会福利之间的政治冲突在加剧。根据这些发展，重新评估股东价值方法的基本理念是合

^① 1996 年 7 月 31 日（财年末）LENS 年度报告，第 4 页。

理的。

管理者目标与股东目标

在某些情形中，管理者的目标不同于公司股东的目标，认识到这一点很重要。和其他人士一样，管理者也从自利的角度出发来做事。个人通过市场交易满足其自利需求，从而达到资源的有效配置，市场经济的理论基础就是建立在此之上的。如果委托人（例如股东）不能完全监控其代理人（例如管理者），那么代理人就未必以使委托人获得最佳利益的方式进行交易。代理人有自己的目标，有时甚至会为此牺牲委托人的利益。但是，许多因素促使代理人以最有利于委托人的方式行事。这些因素来源于这样一种基本假设：管理者因有损股东财富为自己招致的可预计的不利后果越大，他就越不可能做出有损股东利益的事。

根据以上假设，至少有 4 个因素促使管理者关注股东利益：（1）使其拥有一个相对较大的所有权；（2）与股东收益挂钩的薪酬制度；（3）由其他机构带来的接管威胁；（4）公司经理人劳动市场的竞争强度。

管理者持有股票促使其将股东经济利益当做自己的事情。事实上，个人财富投资于公司股票的比例越高或与股票期权相关度越高，管理者关注股东利益的倾向性就越高。许多大公司的高层管理者通常将其财富的相当部分投资于公司股票，部门经理或业务经理却很少这么做，而分权型公司的大多数资源配置决策是由部门经理或业务经理做出的。

即使公司经理持有自己公司的股票，他们对于风险的接受程度也不同于股东。可以合理地预见，许多公司经理只愿承担较低的风险。如果公司的投资项目具有风险，其股东总能够通过多样化的投资组合来抵消这一风险，而管理者只能通过公司或部门的其他活动来平衡风险。因此，一旦项目失败，管理者的损失比股东要大得多。

第二个可能影响管理者关注股东利益的因素是与股东收益相关的薪酬补偿。将高层管理者与股东的利益联系起来最直接的方式就是将其报

酬尤其是激励部分，建立于股东所能实现的市场收益之上。但是只依赖于股东收益也有其局限性。首先，管理层无法控制的因素，如总体经济及股市波动之类，或许会极大地影响公司股价。其次，公司财政年度期初或期末市场过度乐观或悲观的预期也会对股东收益带来实质性的影响。第三，部门及业务单元的业绩无法直接与股价挂钩。

影响管理者行为的第三个因素是由其他机构带来的接管威胁。标购已成为转移公司控制权的通用方式，何况目标的规模越来越大。接管威胁正是一种基本的方式，得以限制那些花着股东的钱却去实现个人目标的管理者。对股东的任何实质性的剥削将导致一个较低的股价；与更有效率的管理相比，这一较低的股价将为其他机构提供诱人的接管机会，并因此导致现任管理者的解雇。活跃的公司控制市场有助于缩小管理者与股东之间的利益分歧。

影响管理者关注股东利益的第四个因素是公司经理人劳动市场。管理者劳动力市场是激励管理者以最利于股东的方式行事的基本机制。管理者竞争着公司内部及外部的职位。越来越多的经理人猎头公司和越来越长的《华尔街日报》上的招聘栏目就是一种迹象，说明管理者劳动力市场非常活跃。不太明显的是此市场是如何评价管理者的。在公司内部，业绩衡量和激励计划是监控经营业绩的基本机制。问题是这些衡量方式能否与公司股票的市价挂钩。

在公司内部的劳动力市场上，如何体现管理者的价值则更加困难。公司高管的业绩可以从年报和其他公开的公司资讯上获知，而部门经理的业绩就难以通过这样的途径获知了。对于公司层次的经理人来说，问题是他们为股东创造的业绩是否能成为经理人市场评价他们价值的主要标准。而部门经理的问题则首先是，劳动力市场如何监控其业绩表现，其次才是以什么作为评价的基础。

股东与利益相关者

自 20 世纪 60 年代以来，诸如拉尔夫·纳德尔之类的环境保护论者、社会活动家、消费者利益的维护者等认为公司应负有社会责任，不仅要符合股东利益，更要符合公众利益。90 年代有关公司治理的讨论充斥着“所有利益相关者利益的平衡”一类的话题。虽然公司的社会责任论者和利益相关者的辩护士们的观点有时并不相同，但他们都为公司提出了股东收益最大化以外的目标。

在承认私有产权的市场经济中，公司惟一的社会责任是合法并诚实地创造股东价值。教育、健康、毒品、环境等主要社会问题提出了大量的

在承认私有产权的市场经济中，公司惟一的社会责任是合法并诚实地创造股东价值。

挑战。然而，公司管理层既没有政治合法性也没有专业技能决定社会利益意味着什么。我们的政府的形式要求由选举产生的立法者和司法者充当集体选择的系统机制。社会责任论的支持者所强加于公司的成本通常是政治方式中投票

人不愿承担的成本。这样的成本总是通过更高的价格转嫁到消费者身上，或是通过更低的工资转嫁到雇员身上，或是通过更低的收益率转嫁给股东。天下没有免费的午餐。

幸好，强有力的市场激励使奉行价值最大化信条的管理者按照社会所向往的要求制定决策。工作场合的安全性就是一个很好的例子。1970 年通过的职业健康和安全法案显然对于减少与工作有关的意外死亡作用不大，因为在其通过前后这种事故的下降速率基本相同。雇主避免意外的强烈经济动机，能够更合理地解释历年来工作场合安全状况的稳步改善。首先，当雇员在危险的工作场所工作而面临更高的风险时，他们要求相当高的工资和超额收益。当意外发生时，由于其他工人对安全性的忧虑会导致工作时间的损失和人员流失率的上升等额外的损失。其次，

雇主为工人所支付的赔偿保险费受事故发生率的影响。事故发生率发生较小的下降，雇主支付的费用就少得多。追求股东利益的管理层将会投资于技术、培训或是重新设计工作场所以降低安全成本。^①

由于公司社会责任模式的模糊性和缺乏强制力，政策制定者和公司治理的活动家都对其不甚支持。作为对大量解雇员工的回应，“平衡所有利益相关者的利益”在 20 世纪 90 年代受到更多的关注。这并不是什么新思想。一些大公司的首席执行官声称股东利益并不是他们的首要职责。例如，雅芳（Avon）公司前主席希克斯（Hicks B. Waldron）曾说：“我们在全球拥有 4 万名员工，130 万名销售代表。我们有许多供应商、公共机构、消费者和社团，股东可以自由买卖股票，他们却没有这种权利。他们对公司中的投入比股东更多且更重要。”^②批评者则指责“平衡利益相关者的利益”这一说法只是那些出于自卫的管理者为了将人们的视线从他们不佳业绩上转移开的一种伎俩。

正是这种对股东利益的不重视加速了 20 世纪 80 年代的接管运动，从而对大量雇员和社区产生了令人不快的且很有可能避免的不良后果。接管运动的兴起证明那些不关注股东价值的管理者已令人难以容忍。接管以及管理者针对接管威胁实施的企业重组，为股东释放了的几十亿美元的价值创造。但是，如果将公司价值的增长视为仅仅是关乎股东的，那就大错特错了。大多数经理人员和公共政策制定者意识到股价的上升反映了生产力和竞争力的改善，这使公司的利益相关者受益，也使整个经济受益。毕竟是生产力提供了工作机会和得以实现社会目标的税收基础，而社会目标主要应由政府，而不是私人机构来实现。

试图平衡每一个人利益的利益相关者模型，很容易成为公司管理者为不经济的多元化或者在衰退的核心业务上过度投资的挡箭牌，因为较

^①对员工安全问题以及其他有关公司社会责任问题的研究，参见 John M. Hood 所著的《英雄的企业（The Heroic Enterprise）》（New York: The Free Press, 1996）。

^②引自 1987 年 5 月 18 日《商业周刊》，《为公司控制权而斗争（The Battle for Corporate Control）》，第 103 页。

之股东，这些做法更容易获得公司其他成员的支持。对于员工来说，这意味着就短期而言的更多工作职位。供应商也乐于见到业务的扩大，当地政府也因公司规模扩大而增加了税收收入。按照社会标准做出的商业决策通常为首席执行官赢得个人的美誉。但正是这些决策将股东利益置之脑后，招致了接管与企业重组这些敌意的矫正机制。

幸好，仍有其他方式能够符合股东利益、竞争力以及社会责任，又顾及利益相关者。这一观点认为公司若要生存并继续为利益相关者提供服务，就必须有竞争力。公司的长期命运依赖于与公司休戚相关的利益各方的财务关系。员工寻求具有竞争力的工资和利益，顾客要求价格低廉的高质量的产品和服务，供应商和公司债权人要求支付其应付款和债务——为了满足这些权利要求，管理者必须通过有效经营产生现金流。强调长期现金流是股东价值方法的本质。

如果管理者不能创造股东价值，所有的利益相关者都可能受损。

简而言之，创造价值的公司不仅使股东受益，也使其他利益相关者受益，如果管理者不能创造股东价值，所有的利益相关者都可能受损。自利的动机驱使股东和其他利益相关者积极合作，致力于价值创造。

顾客与雇员

对顾客和雇员这两类利益相关者需要进一步考察。首先来看顾客。最坚定的股东价值支持者也明白没有顾客价值，就没有股东价值。公司长期现金流就来源于满意的客户。但是，提供客户满意并不会自行生成股东价值。如果长期成本（包括资本成本）大于销售所得现金，即使以低于竞争对手的成本提供同类产品，或者通过高质量、有特色的产品及售后服务提供更高价值，也并不构成真正的优势。向消费者提供的价值超过他们愿意支付的范围，这种业务是不具备竞争力的，也是不可行的。对全面质量管理的投资所产生的愉悦有时会令人忘乎所以，忽略了

对这一投资的股东价值审查。例如，德克萨斯州休斯顿的管道和阀门分销商华莱士（Wallace）公司曾于 1990 年赢得了著名的 MB 国家质量奖（Malcolm Baldrige National Quality Award）。Wallace 的质量项目极大地改善了对顾客的及时交付并提高了其市场份额。但是顾客却不愿接受为补偿质量项目的成本而提高的价格。最终，公司开始赔钱并解雇员工，最后宣布破产。当股东价值最大化从属于客户价值时，所有的利益相关者——包括股东——都变成了输家。这一教训是显而易见的：当面对顾客价值与股东价值的冲突时，管理者应以有利于股东和公司长期生存的方式处理。

虽然顾客价值与股东利益的冲突可借助合理的股东价值分析来解决，雇员与股东利益的冲突却更加具有挑战性。关于员工遭到解雇的起因问题，自由主义的评论家居然与其保守主义的同行罕见地结成了同盟，将其一致归咎于为提升股价而缩编公司规模（downsize the company）的首席执行官们。正是这些评论家曾在几年前痛斥首席执行官在国外竞争者的挤压下业绩不佳，现在却反过来批评他们为改善竞争力而进行的规模缩编。在通常情况下，首席执行官必须予以及时反应的因素包括：新技术带来的进步，来自于国内、国外有效竞争者的压力，因外购、解除管制和生产能力的过剩所带来的使产品成本更低、质量更高的机遇。什么是导致裁员的起因，什么又是作为变革代言人的首席执行官们为确保公司竞争力和生存所不得不采取的措施，判明这两者的区别具有重要意义。

然而在许多情况下，当前的解雇是在职的管理者（或其前任）未能实施股东价值战略的副产品。如果更早地实施股东价值管理，20 世纪 90 年代的规模缩编就会小得多。毕竟，劳动力的减少主要是由经济的结构变动引起的，而不是由短暂的商业周期引起的。如果管理者推迟削减 10% 的员工以保持公司的成本竞争力，与此同时咄咄逼人的竞争却在抢先降低价格或致力于提高消费者满意度的投资，公司的生存就会受到威胁。要么是现在 10% 的裁员率，要么是未来更多的人面临失业的威

胁。暂不考虑股东利益，是即将失业的 10% 的员工重要，还是其余的员工更重要？裁员是保持竞争力所必须付出的短期代价。如果不付出此代价，最终会在经济和人道方面造成更多的痛苦。经验表明，这种仁慈通常会导致无意的残酷。虽然发端于 80 年代的公司仍在继续，但在经济的

裁员是保持竞争力所必须付出的短期代价。如果不付出此代价，最终会在经济和人道方面造成更多的痛苦。

的各个层面上，大量的工作岗位已经被创造出来了；其中部分职位实际上恰恰产生于那些早期因公司重组而削减了某些职位的公司。

原以为“帮助”公司按社会利益行事的政府管制反而加重了雇员的不安全感。许多欧洲政府和工会试图通过提高解雇成本来保住职位。但这种对市场力量的干预致使公司竞争力下降、成本增加、失业率大大提高。与美国企业的公司重组相比较，人浮于事的日本和德国的企业刚刚意识到全球竞争将迫使它们也这么做。在利息率极低的日本，事实上公司债务的增长已陷于停顿，因为没有什么可盈利的投资机会。为了重新获得发展动力，日本必须通过公司重组和放松管制来降低成本，从而再次成为吸引投资之地。同时，美国工业经历过一段灰色业绩的时期之后，股东价值的实施使其具备了世界级的竞争力。但是，不应把股东价值的实施视为一种资源或可持续的优势，因为全球竞争者都正在迅速地将其纳入规划与决策制订过程之中。

公司重组与解雇员工也有不利的一面。不是所有的规模缩编均基于长期股东价值考虑。一些规模缩编决策是为了报告更好的短期收益、而不是着眼于更长期的公司竞争地位而制定的。例如，如果公司极为倚重员工与客户的个人关系，裁员就会影响公司的长期盈利能力。况且，这样的规模缩编也会影响现有员工的士气和生产效率。在这里，问题的根源并非在于股东价值方法的运用，而在于其误用或未被使用，从而导致破坏公司和股东价值的规模缩编，并使雇员遭受不必要的痛苦和伤害。

创新以及由高技能员工开发的定制产品与服务已日益成为价值创造

的关键源泉。这些员工开发了极为专业化、有公司特色的技能，这些技能对其雇主而言价值巨大，但对其他组织而言可能微不足道。这些雇员不可能在其他公司找到能与眼下薪水相匹敌的工作。^①一些经济学家认为，具有特殊公司技能的员工与股东一起承受着公司的剩余风险，因此应享有与股东一样的权利。^②这里并不验证这种说法的合理性或此说法对于公司治理的含义。但有必要考察如何使员工利益与股东利益保持一致这一经常被提及的问题。

面临公司重组与裁员公告这些通常引起股价上升的事件，员工利益怎么能与股东利益相一致呢？最常见的提议是授予员工相当数量的公司股票。^③这一主张认为，一旦员工成为股东，将从有助于效率改善的工厂关闭和裁员中受益，他们就会支持这些创造价值的活动。但是这样的支持只会来自那些股票增值超过解雇损失的人。为使员工利益与股东利益相一致的补偿所要求的股票比例通常是不可行的。即使可行，如果员工将其人力资本和财务资本均投入一家公司，这种做法也并不明智，因为它丧失了多样化的好处。我坚信更好的解决方案在于向员工提供有意义的激励去创造价值；所推荐的方法及其与激励的联系将在第七章中详细阐述。

股东与其他利益相关者之间的互相依赖使他们共同致力于价值创造。但是利益相关者只有在认为价值分享方式是公平时，才会对公司投入最大的努力。说白了，就是如果你给我应得的一份，我才会尽力做大

①在全职雇用经济体系下，关心雇员利益或许因损失有技能的雇员而被关心雇主利益取代。

②对这一见解的更详细的说明，参见 Margaret M. Blair 所著的《所有权与控制（Ownership and Control）》（Washington, D. C. : The Brookings Institution, 1995）。

③即使雇员拥有公司的控股权，雇员一股东的利益冲突仍然存在。联合航空公司的雇员拥有 55% 的股权，该公司仍然卷入了与飞行员和机械师的工资争端中。管理层指出，雇员从公司股票的正常增长中获益。另一方面，雇员则将此视为所有者收益，并且仍会就作为雇员的贡献要求有竞争力的薪酬。工人们也控制了 Weirton 钢铁公司的股权，但该公司从来就不曾盈利，且经常发生劳工纠纷。此时雇员也就是股东不得不遭受薪酬缩减甚至被解雇的命运。股票所有权不可能解决公司的基本竞争问题。

馅饼。虽然关于公司目标的多数争论都论及各种利益相关者，却很少注意到谁是当今美国公司的股东。当我们意识到股东不是“他们”而是“我们”时，股东价值的论证就更加具有说服力。

我坚信更好的解决方案在于向员工提供有意义的激励去创造价值；如果你给我应得的一份，我才会尽力做大馅饼。

股东就是“我们”

大约 40% 的美国家庭拥有个人股票或共同基金。数百万雇员通过参与由雇主资助的指定收益养老金计划而间接地投资于股票。机构投资者，主要是养老金和共同基金，持有美国 1000 家最大型公司 57% 或整个美国股市 47.5%^① 的股份。据估计，个人股票和退休金计划已拥有财富 500 强公司股票 75%。随着指定贡献计划（尤其是 401(k) 计划）的显著进展，投资决策及其相伴随的风险现已全都归于雇员。大量的

股东不是富有而自私的华尔街丑角，而是投资人力资本和财务资本的个人。

的退休员工和在职员工将红利和股价增值作为退休保障。股东不是富有而自私的华尔街丑角，而是投资人力资本和财务资本的个人。事实上，老百姓居住的寻常街区（Main Street）正在

迅速代替华尔街。无论是以社会责任的名义还是由于糟糕的决策制定，公司的亏损都是从退休者、工人和其他依赖管理者最大化股东价值的个人口袋中掏出来的。所谓的“美国中产阶级”的广泛参与也意味着证券市场价格有可能比过去更深刻地影响经济运行，因为对证券的投资越大，市场动向对消费者支出决策的影响就越大。一些经济学家担心股票

^① 参见《美国机构投资及控制的模式（Patterns of Institutional Investment and Control in the USA）》，The Brancato Report on Institutional Investment（The Victoria Group, Fairfax, VA, January 1996），第 43、47 页。

市场的重大调整将会产生“财富损失效应”，减少消费者支出并引发经济衰退。

新的希望何在？社会保障的私有化也许正是其所在。那些支持私有化的人认为允许人们至少把退休金的一部分投资于类似于 401 (k) 或个人退休账户，将在不减少收益或不增加税收的前提下，确保社会保障体系的长期生存能力。私有化支持者认为股票与债券投资的多元化组合所得的高额回报（相对于国库券而言的）能够抵消预计的社会保障缺口。社会保障的私有化是一个复杂的政治敏感问题，需要一些时间才能解决。基金经理将会受到前所未有的监管，他们也将推动其投资组合中的公司追求业绩。持有大量股票的基金很难出售业绩不佳的公司的股票。由于市场流动性有限，股票将被折价出售。相反，不满意基金业绩的投资者很容易将资金转入另一个费用较少，甚至无须费用的基金。争夺投资者资金的基金经理将受到前所未有的激励去鞭策业绩不佳公司的首席执行官们。

第二章

会计数据的缺陷

公司年报和金融出版物通常将每股收益（EPS）作为衡量公司业绩的标尺。《华尔街日报》和其他的顶尖金融刊物也定期披露季度收益和年度收益。《商业周刊》、《财富》、《福布斯》对公司战略的分析也充斥着对 EPS 增长率和市盈率（P/E）的分析。会计收益数据的广泛传播助长了商界的误解，认为股价即使不是完全由公布的收益决定，也在很大程度上受其影响。人们通常认为如果公司的 EPS 增长令人满意，公司股价就会上涨。但是，正如越来越多的经理人现在所认识到的，EPS 的增长未必能够导致股票市值的增长。这一点可以通过简单的经济推理和经验得以证明。下文在列举了作为业绩衡量标准的会计指标——投资收益率（ROI）和净资产收益率（ROE）的缺点之后，得出这一结论。

会计收益数据的广泛传播助长了商界的误解，认为股价即使不是完全由公布的收益决定，也在很大程度上受其影响。

收益——不可靠的底线

第一章中提及股东收益最大化是公司的基本目标，并进一步确认股东收益产生于红利及股价的上涨。目前要弄清楚的问题是，作为评估其他战略和衡量未来业绩的标准，会计收益与股东收益目标是否相一致。更具体地说，问题在于收益能否合理地衡量公司现值的变动。以下 3 个

主要原因说明了为什么收益不能衡量公司经济价值的变动：

- 不同会计方法的采用
- 未计算在内的投资
- 忽略了货币的时间价值

不同会计方法的采用

我们可以用其他同样可接受的会计方法计算出收益。用来计算销售成本的后进先出法（LIFO）和先进先出法（FIFO）的差异，计算折旧的各种方法间的差异，并购时购买和摊销法（pooling-of-interests）的差异，这些都是典型的例子。财务报表中会计方法的变动——不管这一变动是财务会计标准委员会（FASB）授权的，还是仅仅出于管理层的选择——都将会对收益产生极大的影响，但并不能改变公司的现金流，因此也就不能影响公司的经济价值。这里假设会计方法的变动是为了出具财务报表，并不影响所得税的计算。当然，也有可能会计变动被视为传导了关于公司基本前景方面一些更基本信息发生变化的信号。比如说，提高公司收益的会计方法可能被市场视为公司收益预期的下降，在这种情况下，会计上的变动或许会导致股价的下降。然而，需要注意的是，市值缩水本身并不能归因于会计变动，而应归咎于管理层做出会计变动决策的这一信号。

会计收益数据根据收入与成本相匹配的配比原则而得。这一过程包含了资产成本的分摊，例如在预计使用年限内折旧。在不同的公司甚至某个公司的不同时期，会计分摊通常是不同的。折旧方法有直线法、加速折旧法（如年数总和法和双倍余额递减法）。无论如何，由于没有合理的基础对这些方法进行选择，这些分摊是随意的。但是，由配比原则决定的传统收入并没有（会计人员也不能承诺做到）衡量出公司价值的变动，强调这一点非常重要。会计的最新发展进一步削弱了把当期收益作为公司长期现金流的指标的有效性。过去几年中公司重组已花费了数

十亿美元。诸如退休人员健康基金等新会计准则的采用已对损益表和公司资产负债表造成重大影响。1992 年通用电器就为退休人员健康基金支付了 330 亿美元的税前费用。

管理收益的机会和动机仍和以前一样强烈。^①为了避免高额的商誉摊销抵减未来的收益，收购方越来越多地将购买价格的大部分注销，即

再次重申，会计方法变更既不影响公司的现金流，也不影响其经济价值。要记住，现金是真实的，而利润是纸面上的。

作为“已购研发”处理。IBM 收购 Lotus 时，就用这种方法注销了其收购价 32 亿美元的一多半。尽管牵涉到额外的金额，以上数据仍是正确的。再次重申，会计方法变更既不影响公司的现金流，

也不影响其经济价值。要记住，现金是真实的，而利润是纸面上的。

未计算在内的投资

维持公司经营所需的营运资本和固定资产投资并未计算在收益中，这一事实进一步使经济价值变动和收益变动的关系含混起来。就营运资本而言。公司的成长通常伴随着应收账款、存货和应付账款的增加。期末应收账款的增加意味着销售中所得的现金流少于损益表中所反映的收入金额。为说明这一点，在此假设当年销售额为 1000 万美元，期初应收账款为 100 万美元，期末应收账款为 120 万美元，当年销售所得现金计算如下：

^①研究人员调查了 1974—1996 年间 4720 家公司的季度收益报告。他们将报告收益与三个底线数据作了比较：分析师的预期、上一年的收益和零收益。结果显示有大量公司的报告收益刚好在底线水平之上，这一数量超出了正常的比例。参见 Francois Degeorge, Jayendu Patel 和 Richard Zeckhauser 的《操纵利润高于底线 (Earnings Manipulation to Exceed Thresholds)》，工作稿，1997 年 2 月 13 日。

期初应收账款	\$ 1 000 000
销售额	<u>10 000 000</u>
可能的现金流	11 000 000
期末应收账款	<u>1 200 000</u>
已实现现金流	<u>\$ 9 800 000</u>

这 1000 万美元的销售额并不代表当期产生的现金，认识到这一点很重要。从销售中实际所得现金是总的现金额减去应收账款的增加额 200 000 美元。这 200 000 美元现金在当期无法得到。在会计上，产品或服务交付时即可确认收入。在经济评估上，必须等收到现金时才可以确认收入。简而言之，实际收到现金发生在收入确认之后。因此对那些应收账款不断增长的公司而言，损益表中的销售额数据高估了从销售中实现的当期现金流入。

存货投资是营运资本的另一个主要组成部分，也造成了收益评估方法和现金流评估方法间的差异。存货水平的上升显然涉及原材料、劳动力以及企业一般管理费用的现金支付。在权责发生制会计上，存货投资的增加尽管反映在资产负债表的资产项中，却并未包含在损益表中的销货成本数据中。因此对那些存货不断增长的公司而言，销货成本低估了存货费用的当期现金流出。简而言之，对于成长中的公司来说，应收账款和存货的增加会导致收益数据大于现金流。

对于成长中的公司来说，应收账款和存货的增加会导致收益数据大于现金流。

营运资本的第三个主要组成元素——应付账款的作用则与上述两项相反。应付账款以及其他应计负债代表已包含在损益表费用项目中或反映在资产负债中存货增加，却仍未支付的金额。因此，损益表中的销货成本、销售费用和管理费用高估了相关应付款项的现金流出。也就是说，现金的实际支付发生在费用确认之后。

表 2-1 根据假设的应收账款、存货、应付账款以及其他应计项目

的变动对收益和现金流进行调整。简而言之，收益数据需要调整 440 000 美元，才能得出恰当的现金流。这一数目表示了因营运资本的 3 个主要项目（应收账款、存货、应付款项）增加而导致的净资金需求。

表 2-1 收益和现金流之间的调整

	收 益	调 整	现金流
销售收入	\$ 10 000 000		
- 应收账款的增加		\$ 200 000	
			\$ 9 800 000
销售成本	8 000 000		
+ 存货的增加		300 000	
- 应付账款及其他应计项目的增加		50 000	
			8 250 000
销售费用和管理费用	1 000 000		
- 应付账款及其他应计项目的增加		10 000	
			990 000
营运资本的净增加值		<u>\$ 440 000</u>	
折旧费用		100 000	
+ 折旧费用		100 000	
- 资本性支出		150 000	
			150 000
税前收益	900 000		
所得税	400 000		
- 递延所得税的增加		30 000	
			<u>370 000</u>
现金流			<u>\$ 40 000</u>
净收益	<u>\$ 500 000</u>		

现在从营运资本谈到固定资产投资。财产、厂房、设备此类可折旧资产最初以历史成本入账，并计入资产负债表的固定资产项目。会计人员通过折旧方法在资产的预计使用年限内摊销成本。他们经常强调折旧是分摊原始成本的过程，而不是估价的过程。当期已购固定资产的折旧和前期已购固定资产的折旧一样，都在净收益项中扣除。尽管折旧作为费用，但它并不涉及现金的流出。另一方面，收益数字并不包括当期的资本性支出。因此，要把收益调整到现金流，需要做两项调整。第一，