

第一部分

价值管理简介 和革命的必要性

20 世纪的最后 20 年中，公司的经营方式发生了巨大的变革。这些变革源自股东权力的复苏，以及公司管理层对股东价值创造的重新关注。虽然许多人谴责这种做法是贪婪的，但是很少有人会放弃他们所拥有的养老金计划资产的巨额增值。

第一部分将描述 VBM 的本质和起源，同时评估了正在被新的 VBM 指标代替的、以收入和收益为主要价值驱动因素的会计系统。

第 1 章

什么是价值管理

每个人都尽力使自己的资本创造最大的价值。通常，他既不会主动创造公共利益，也不知道自己到底创造了多少公共利益，他只是关心自己的安全和收益。正是被一只无形的手所引导，最终实现的是他自己未曾计划到的结果。在追逐个人利益的同时，他常常比自己所设想的更有效地创造出公共利益。

——亚当·斯密

《国民财富的性质和原因的研究》（1776）

人们为什么要买普通股？Danny DeVito 在《别人的钱》(Other People's Money)这部影片中扮演清算人 Larry 时,在新英格兰电讯公司(New England Wire and Cable Co.)年度股东大会发言时是这样回答这个问题的：“不要忘了，成为股东的首要原因是为了赚钱。”因此,对股东来说,当投资增值时,他的投资就是成功的。

管理者通过投资于回报大于公司筹资成本的项目来为股东创造价值，这样做对社会也是有好处的。公司之间为筹集投资所需资金的竞争会实现资金的优化配置,这样整个经济都会受益,这是亚当·斯密的“看不见的手”在资本市场上起的作用。资源得到了最有效的利用，生产力达到了最佳，将会带来更多的商品、服务和就业机会。斯密“看不见的手”的精髓,用他在《国民财富的性质和原因的研究》中的原话来讲就是：个人投资者在追求个人利益的同时，创造了社会财富的最大化。

管理者应当做出提高股东价值的决策，这种观点是无可非议的。毕竟,普通股股东“的确”拥有这家公司，实际中经常可以见到公司的任务书上将股东价值最大化列为公司的首要任务。比如，奥林公司（Olin

Corporation)1995 年年报中这样写道：“任何公司的首要目标是通过管理经营活动，为股东和公司员工创造长期价值。”然而不幸的是，公司管理层的目标往往同公司股东的目标不一致。因此，许多大公司的日常经营不是为了股东价值最大化。^① 实际上，许多公司正在逐年减少股东价值。

表 1.1 列示了 1998 年末，1 000 家最大的美国公司中为股东创造财富的前五名和最后五名。评价标准是以思腾思特发明的“市场价值增加值法”(MVA)为基础计算的，MVA 用来计量在特定的时期内公司创造了多少价值。^② MVA 等于公司的市场价值(负债加权益)与公司接受的总投资价值的差额。例如，1998 年投资者在排名第一的微软公司投入大约 110 亿美元，而 1998 年年末这些投资的市场价值达到 3 280 亿

^① McTaggart、Kontes 和 Mankins(1994)在他们关于价值管理的书中这样写道：“全球大多数大公司都不是以最大化财富或者股东价值为经营目的的”(p. 41)。

^② 虽然我们在这里没有提到，但是艾意凯咨询有限公司(L. E. K. Consulting LLC)在《华尔街日报》上制作并发表了一个类似的排名——“股东计分表”。然而，这一排名使用的是 1 年、3 年、5 年和 10 年的持有期总的股东回报来估计价值的创造或是减少。总的回报包括溢价和折价、现金股利的再投资、提供的权利和担保以及如折产为股的现金等物。出现股票分割、股票股利和资本重组时，对股东回报进行了调整。见《华尔街日报》，2000 年 2 月 24 日。

表 1.1 **1998 年美国公司中创造股东价值**
最多的五个公司和最少的五个公司

单位 百万美元

公司	市场价值 增加(MVA)	投入资本	投资回报率 (%)	资本成本 (WACC)(%)
前五位财富创造公司				
微软	328 257	10 954	56.16	12.64
通用电器	285 320	65 298	19.29	11.92
英特尔	166 902	23 626	35.44	12.92
沃尔玛	159 444	36 188	13.24	9.82
可口可乐	157 536	13 311	31.22	11.24
最后五位财富创造公司				
统一太平洋 (Union Pacific)	(5 286)	30 191	2.42	7.26
利务公司 (Lews Corporation)	(11 425)	22 486	2.13	9.94
纳贝斯科(Nabisco)	(12 171)	35 041	3.42	7.52
CAN 财务公司 (CAN Financial Corporation)	(12 948)	20 349	-0.28	10.24
通用汽车	(17 943)	85 173	1.99	9.36

美元。反面例子是通用汽车公司，投资者向通用汽车公司投资了 850 多亿美元,到 1998 年末这些投资缩水了 180 亿美元。表 1.1 也提供了每个公司的投资报酬率和公司资本成本的市场估计。这两种信息成为价值

管理的基本范式，即只有公司赚取的收益率超过资本成本才能创造股东价值，否则就减少股东价值。

为什么有些公司能为股东创造如此多的价值，而有些公司却不能呢？^① 价值创造来源于对机会的把握和运用，必须能够发现机会，在某些情况下还要能够创造机会，这是蕴育经营战略的土壤。然而，仅有机会是不够的，公司必须有随时准备好并能够利用商业机会的员工，这就是本书所侧重的价值创造方程的一面。问题的关键是，我们怎么才能设计一个能鼓励员工像所有者一样为公司着想和工作的激励机制呢？

从 Berle 和 Means(1932)开始，财务经济学家就不断指出现代公司所有权和控制权分离所带来的根本问题。当一个公司的所有者(股东)不是管理者时，代理问题就产生了。从根本上讲，管理层控制了整个公司，他们会不惜牺牲股东利益来谋取自身的利益。价值管理的支持者认为他们解决了这个问题。他们的建议是，个人或团队对创造股东价值的贡献，应该用个人

^① 虽然 20 世纪 90 年代出现了有史以来最大的普通股的牛市，许多公司仍然处于破产边缘，股东价值也有所下降。制造业的处境尤为艰难，1988 年以来 S&P 500 中只有八分之一的制造业企业业绩提高，三分之一的股票价值下降了。(Wise 和 Baumgartner 1999)。

业绩评价指标来衡量，并制订相应的薪酬体系。^①

图 1.1 指出了 VBM 系统所涉及的关键因素，这些因素可以用来建立和维持一个可持续的价值创造循环系统。强调可持续性，是因为价值是战略性和经营性决策循环的长期结果。VBM 系统最基本的前提是，为了保证财富创造过程，必须用同股东价值创造直接相关的评价和报酬指标来衡量管理业绩。因此在这本书中，我们认为，以价值为基础的业绩指标和激励报酬相结合是 VBM 系统的核心。

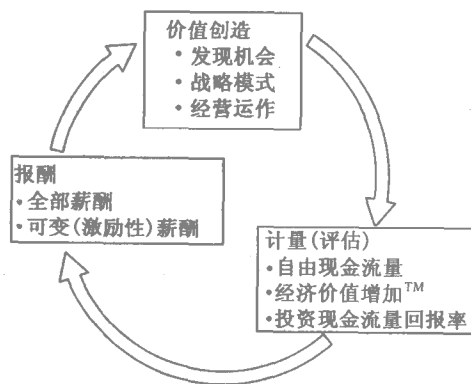


图 1.1 持续价值循环的结构图

^① 价值管理是指用来帮助经理人员提高股东价值的业绩衡量和薪酬体系。

VBM 的一个关键内容是业绩计量和薪酬体系以资本市场为焦点。即要使普通员工把自己视作所有者，关键在于对员工采用与所有者同样的计量和报酬计算方法。这就要求公司的内部评价和报酬体系必须尽可能地与外部（资本市场）体系保持一致。设计和实施这一系统是 VBM 所面临的挑战。

I. 相互替代的价值管理方式：会计模式和现金流量折现模式

会计模式和现金流量折现模式是用来计量股东价值创造的两种方式。表 1.2 指出了两者的主要组成部分,虽然这两种方式从理论上来讲是一致的,但通常是不一致的。如果管理者用会计模式来考虑权益的价值,那时他们将关注报告收入和以市盈率反映的市场价值。例如,市盈率是 20,每股收益增加 1 美元将会使每股权益价值增加 20 美元。同样每股收益下降 1 美元,每股价值将下降 20 美元。为找出这种权益价值评价方法的不足,我们来看以下的情况。

公司当期每股收益减少 1 美元,将其投资于能为企业未来带来有价值的投资机会的研究与开发项目 (R&D)。在这种情况下,投资者可能不会压低股票价

格，甚至会在公布投资研究与开发项目后抬高股票价格——尽管这时的每股收益(EPS)变低了。^①

表 1.2 权益定价的两个模式

	会计(利润)模型	折现现金流量模型
权益价值	市盈率×每股收益	未来现金流量的现值
价值动因	由会计利润和 市盈率决定	由公司未来现金流量和 资金机会成本决定

现金流量折现模型在确定公司权益的价值时，投资者将不确定的未来现金流量预期和资金的机会成本一起考虑进来。在这个模型中，从前面例子中可以看出，研发费用的投入将导致当期现金流量的减少，但预期投资达到效果时，未来现金流量会相应增加。

实际上，所有公司的资本投资或资本预算分析都是基于折现现金流量模式的，这同任何时点上公司的股票价值等于股东预期未来现金流量的折现值的观点

^① 如果你还是不信，可以看下面的例子。1999 年英特尔(Intel)公司在 R&D 上的花费是 35.03 亿美元，相当于每股 0.69 美元。而且，该公司 1999 年利润是每股 2.20 美元。2000 年 3 月 10 日的股价是 135.00 美元，市盈率是 61.36。如果英特尔没有在 R&D 上花费那么多，它的股价是否会提高 42.13 美元(每股的 R&D 费用 $\$0.69 \times 61.36$)？当然不会，因为英特尔的 R&D 费用是它的生命之源，能够创造出带来未来利润的新产品。没有 R&D，公司的新产品流就会中断，未来现金流量也会中断。Chan 等(1990)提供了股票市场对于 R&D 费用公告的积极反应的证据。

是一致的。然而，这些公司经常把利润作为价值的首要动因，来评估公司现有资本的运作绩效。利用利润指标存在的问题主要是利润最大化和利润增长最大化不一定会使股票价值最大化，因为股票价值反映的是所有未来现金流量的现值，而不仅仅是当前利润。VBM 模型试图应用以未来现金流量现值为基础的业绩指标解决这个问题。

II. 把经营战略和股东价值的创造联系起来

如何知道一个战略是否能够创造股东价值？在不确定的世界里，这个问题的答案只有在这个战略实施并发挥作用后才能明确。然而，经营管理者必须在有限的时间内评价战略的成功与失败，以便根据成功与否作出相应的奖惩。评价公司一定期间内业绩的典型指标是历史会计信息，例如，公司的利润、利润增长率或者边际利润、投资回报率等财务比率，这些大多是单周期会计数据指标，它有两个主要的缺陷 首先，由于这些指标仅仅基于单个历史经营期间，也就无法确保它们能代表整个投资周期所创造的价值。其次，会计信息并不包括权益资本的机会成本。VBM 系统试图

克服这两个缺点。

Ⅲ. 价值管理的工具

虽然有好几种 VBM 工具,现在主要应用的有三个,它们是:(1)由麦肯锡和莱柯/阿卡^①以两种不同形式提出的自由现金流量法;(2)由思腾思特所倡导的经济价值增加值法/市场价值增加值(EVA/MVA);(3)波士顿咨询集团所采用的投资现金流量收益率和股东收益法(CFROI/TSR)。② 在下面几章,我们将详细地介绍每一种方法,并且讨论它们的异同点。

Ⅳ. 价值管理计划成功的关键

我们认为有三个主要的因素对 VBM 系统的成功至关重要。首先,VBM 系统必须得到公司高层管

① 莱柯/阿卡模型是以股东价值增加为基础的。

② VBM 提供者的名单比这里提到的要长。然而,这些工具(和提供者)是最早得到国际认可的。比如,虽然本书没有直接提到马拉克联盟(Marakon Associates),但它有一套著名的 VBM 咨询系统,该系统的基本理论参见 McTaggart、Kontes 和 Mankins(1994)。

理人员的全力支持。原因很简单，VBM 系统是自上而下的，在很多情况下会使公司的经营文化发生彻底的改变。虽然采用 VBM 系统的原动力可能来自预算小组、财务人员或公司其他阶层，但如果 VBM 系统要想获得成功，就必须取得 CEO 的支持。其次，要让 VBM 系统影响单个经理人的行为，必须将他的行为和薪酬联系起来，正如谚语所言：“评价尺度决定所得到的结果。”最后，如果想用 VBM 来有效地改变员工的行为，那么员工必须十分了解 VBM 系统。这意味着对良好的评价体系来讲，计量方法应该简单化。^① 当企业员工理解并接受 VBM 系统的基本假设，将其应用到日常工作中时，VBM 系统就成功了。因此教育和培训对任何 VBM 系统的成功都是绝对必要的。VBM 涉及对行为方式的改变，任何希望获得成功的 VBM 系统必须让员工知道他们该做什么，为什么这样做很重要，自己的福利会受到什么样的影响。

^① 打个比方，VBM 更像是驾驶超级坦克，而不像激光导弹。也就是说，引导公司朝更有可能创造价值的方向发展，而不是着重价值创造的细节。

V. 写这本书的原因和目的

本书源于作者过去 25 年中对应用 VBM 基本原则的公司的教学和研究经验总结。它同样受到作者参与的 1996 年美国产业和质量中心 (APQC) 标准票据交易所进行的一项研究结果的鼓励。^① 这一研究记录了许多成功应用 VBM 系统的公司的实践活动。因此,写这本书的目的有两个方面 首先,介绍各种 VBM 模型 其次,介绍一些应用 VBM 系统的经验。

本书分为三个部分 第一部分,讨论机构投资者在影响管理者为了最大化股东价值而在公司管理中所扮演的越来越重要的角色。第二部分,介绍价值管理的三个主要工具。这里综合了现金流量折现的多种不同方法,它们是构成所有 VBM 标准的共同理论线索。我们还强调了一些在 VBM 应用过程中所遇到的概念性问题,其中主要问题是股票价格是否等于未来现金流量的折现,即是否现金流量折现模式精确地反映了

^① 美国产业和质量中心(APQC)成立于 1977 年,是一个非营利性的、501—C3 组织。APQC 的任务是在私有和公共领域提高生产力和质量。该项研究名为“ 股东价值管理 ”。

公司权益的市场价值。第三部分,介绍一些实施 VBM 系统的公司的经验。这部分的重点是‘经验学习’,让潜在的 VBM 采纳者能从前人经验中受益。

参考文献

- Berle, Adolph and Garner Means. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.
- Chan, Su Han, John Kensinger and John Martin “Corporate Research and Development Expenditures and Share Value.” *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, no. 2 (August 1990): 255-276.
- Copeland, Tom, Tim Koller, and Jack Murrin. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 2d ed. New York: Wiley, 1994.
- McTaggart, James M., Peter W. Kontes, and Michael C. Mankins. *The Value Imperative: Managing for Superior Shareholder Returns*. New York: The Free Press, 1994.
- Rappaport, Alfred. “New Thinking on How to Link Executive Pay with Performance.” *Harvard Business Review* (March-April 1999): 91-101.
- Stewart, G. Bennet III. *The Quest for Value*. New York:

HarperBusiness, 1991.

Wise, Richard, and Peter Baumgartner. "Go Downstream:
The New Profit Imperative in Manufacturing." *Harvard
Business Review* (September-October 1999): 133-141.

第 2 章

股东变革和转变的必要性

因此，股东成了单纯的、法律意义上的主体，他们只能希望那些为了他和像他一样的人的利益而经营企业的人，能真正意识到自己的责任。几乎在任何情况下，股东都无权要求这些人做或不做某些事情……关于董事的决策必须是最有利于公司利益的这一法律条文，实际上就是说在任何情况下个人利益都必须服从公司整体利益。

——阿道夫·伯利、加德纳·米恩斯

《现代公司和私人财产》（1932）