

安然事件

- 无论以何种指标衡量，安然2000年的业绩均可称为成功……2000年企业净利润创历史最高水平。安然聚焦（laser-focused）于每股盈余，而我们希望公司强劲的盈余表现得以持续。”——安然2000年年报
- 知名投资家詹姆斯·凯诺斯在安然破产一年前卖空该公司股票，他之所以敢为安然的崩溃下赌注，是基于对安然资本回报率仅为7%的评估，他认为这大大低于投资者从像安然这样的高风险企业所应得回报

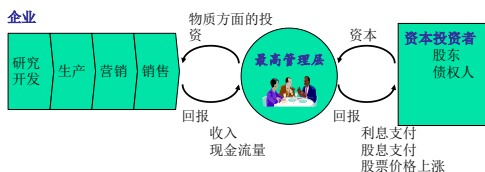
盈余管理的基础—安然的逻辑

- 股票价格=每股盈余×市盈率
- 如果市盈率不变，则如果每股盈余增长，股价就会随着上升

投资资本回报(ROIC)

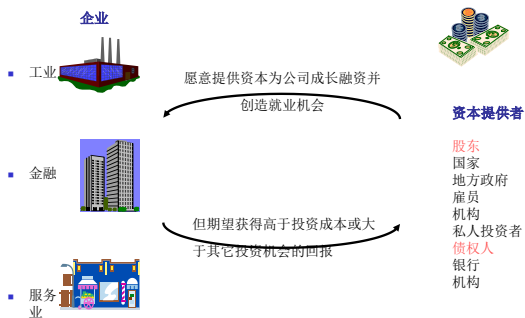
>

加权平均资本成本(WACC)



投资家的逻辑

为什么关注价值？



第八章 创造价值的管理

- 一、公司价值评估方法
- 二、价值创造的度量
- 三、价值创造的途径
- 四、价值导向管理

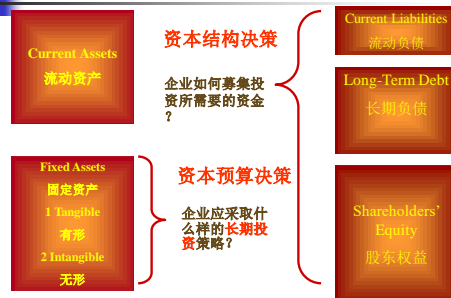
OPM理论

- OPM理论：公司在用别人的钱（Other People's Money, OPM）
- 他人的钱不是免费的（easy money），必须要有回报

全球资本市场的事实

- 20世纪各大股市持续增长，长期投资股市的平均年回报率超出无风险国债收益率**6**个百分点
- 意味着投资者通过分散化投资组合可以得到高于投资无风险国债**6**个百分点的回报（**市场平均回报率**）

公司财务决策：投资与融资



财务决策与公司价值

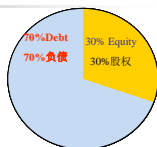
公司价值可以被比作一个饼。

资本预算决策考虑如何把饼做大。

饼的大小是由未来现金收益决定。

资本结构决策好比最佳的“分饼方案”。

如果分饼方案影响到饼的规模，则资本结构决策发生作用。

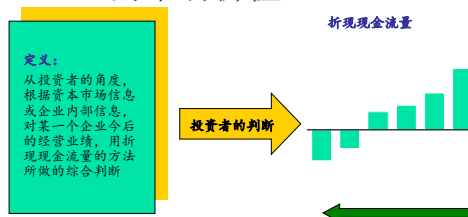


一、公司价值评估的方法

1、现金流量折现模型

- $V = \sum CF_t / (1+k)^t$
- 决定因素：
 - 现金流量大小 **CF**
 - 预期产生的时间分布
 - 反映 **CF** 风险程度的折现率 **k**

企业的市场价值



2、相对估价

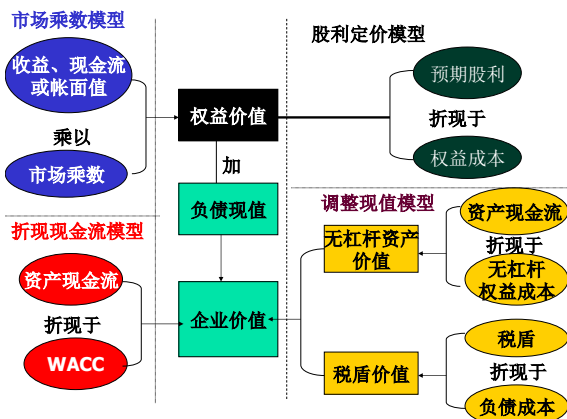
- 根据类似资产在市场上的定价来确定其价值
- 是相对价值的估计，不是内在价值
- 乘数原理
资产相对价值=某财务比率*乘数

可供选择的乘数

- 收益乘数F1: $P = \text{收益} * F1$
 - 收益=EPS, $F1 = P/E$
 - 收益=每股现金收益, $F1 = \text{股价现金收益比}$
- 帐面价值乘数F2: $P = \text{帐面价值} * F2$
 - $F2 = \text{股价/每股帐面价值}$
- 收入乘数F3: 价值=销售收入*F3

3、调整现值法

- 杠杆企业的价值=无杠杆企业的价值+税收减免的价值
 - $APV = V_U + TB$
 - APV与NPV的评价结果是相同的
- 多用于资本结构不稳定的情况



二、价值创造的度量

名人名言

管理科学先驱彼得-德鲁克 (Peter Drucker) 所言: “除非你已赚取资本成本部分, 否则没有利润可言。”

会计利润指标的缺陷

- 面向历史而不是面向未来
- 不考虑收益的不确定性
- 特定会计准则下的产物
 - 盈余操纵（折旧、广告费）
- 不考虑股权资本成本（free lunch?）
- 不能反映效率
 - 创造利润不等于财富的增加
- 每股盈余是管理者的鸦片

传统的企业业绩衡量方法并不完善

衡量标准	缺陷
<ul style="list-style-type: none"> 产量 市场份额 	<ul style="list-style-type: none"> 不能提供财务业绩方面的信息 可能会产生误导：在亏损的情况下增加产量和市场份额反而会破坏价值
<ul style="list-style-type: none"> 产值 销售收入 收入增长 	<ul style="list-style-type: none"> 忽略了生产成本，销售费用及其它管理费用
<ul style="list-style-type: none"> 净利润 销售回报率(ROS) 每股收益 	<ul style="list-style-type: none"> 可能会产生误导，只注重利润 忽略了资本需求和资本成本

1、附加市场价值（MVA）

- **MVA（Market Value Added）**：公司总资本的市场价值与股东和债权人投资于公司的资本数量之差

$$\text{MVA} = \text{资本市场价值} - \text{占用资本}$$
- 意义：
 - MVA反映某一时点价值创造或损害
 - 一段时期内MVA的变化反映该时期价值创造或损害

说明

- MVA最大化与股东价值最大化的一致性
 - $\text{MVA} = \text{权益MVA} + \text{负债MVA}$
 - 若负债MVA不等于零的原因是利率变化，则权益MVA最大等于MVA最大
- 管理的目标是MVA最大，而不是MV最大（不仅考虑创造的价值，而且考虑占用的资本）
- 采纳NPV>0的项目意味MVA的增加

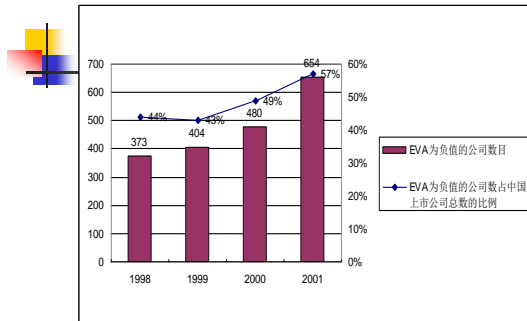
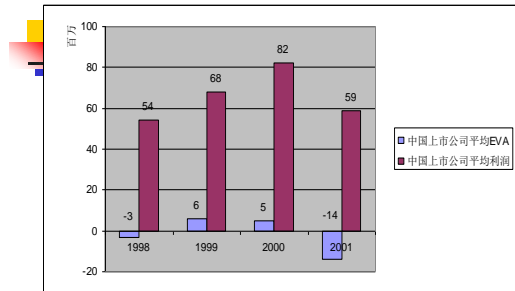
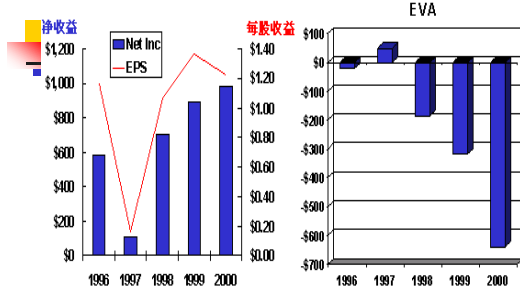
2、经济增加值（EVA）

- **EVA（Economic Value Added）**又称为经济利润
- $\text{EVA} = (\text{投资回报率} - \text{资本成本率}) \times \text{投资资本}$

$$= \text{会计净利润} - \text{股权资本总成本}$$
- 回报率差 = 投资回报率 - 资本成本率，又称为资本效率
- 价值创造：EVA>0
- 前提：回报率为正

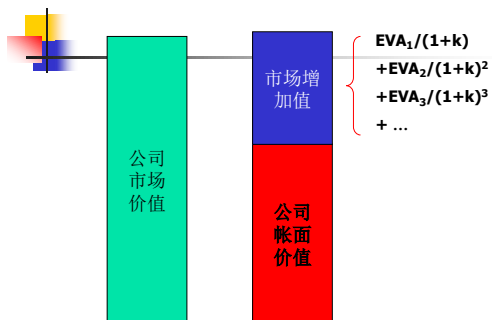
EVA与会计净利润的差异

- 会计净利润只考虑了以利息形式反映的债务资本成本，却忽略了权益资本成本
- 真实的世界没有免费的午餐
- 权益资本的真实成本为股东资金的机会成本，即其出让资金使用权所期望得到的最低回报率
- $\text{EVA} = \text{会计净利润} - \text{股权资本总成本}$

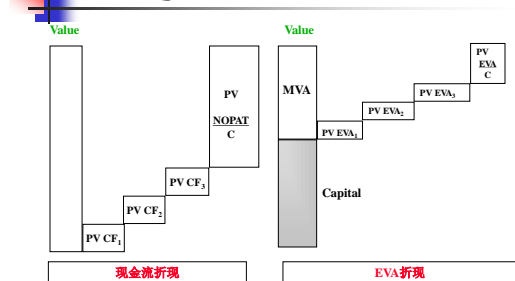


3、EVA与MVA

- EVA反映公司每年的经营业绩创造价值能力
- MVA是未来各年EVA的现值之和
- 对于固定的年净现金流的增长率 g
 - $MVA = EVA / (WACC - g)$
 - $MVA = (ROIC - WACC) * IC / (WACC - g)$



EVA决定MVA



经济利润与折现现金流量相辅相成

经济利润

- 与价值管理的框架相一致
- 未来全部经济利润的现值与折现现金流量值相等
- 年度总体业务绩效的衡量手段，并且是具有激励性的经营方案的潜在基础
- 受一系列经营运作中的价值驱动因素的影响

折现现金流量

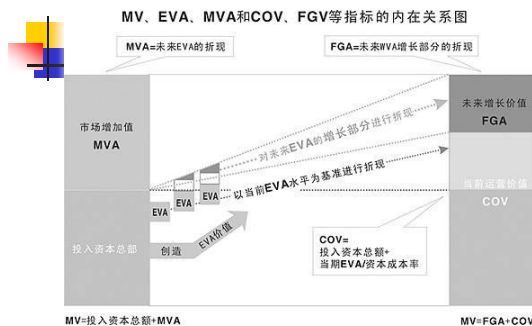
- 与价值管理的框架相一致
- 接近股东价值
- 用于企业价值评估、战略抉择以及长期性的投资决策

EVA与公司价值

- EVA反映了公司某一年经营创造的价值
- 企业总价值的构成
 - 投入资本账面价值
 - 未来持续经营创造的价值
 - 等于未来各年预期创造的EVA的现值之和
 - 与预期的增长成正比

4、FGV与COV

- FGV是未来增长价值，是企业市场价值高出当前运营价值的部分
- COV是当前运营价值=当前EVA/资本成本+IC
- 2000年，我国上市公司的FGV占市场价值的75%



EVA在中国的情况

- 2010年1月1日起执行的《央企负责人经营业绩考核暂行办法》的一个显著变化是在年度考核的基本指标中设计了经济增加值（EVA）的考核指标。

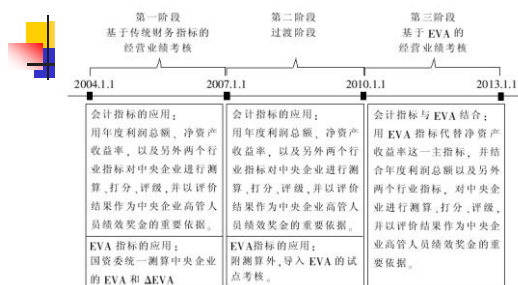


图1 国资委对中央企业业绩考核的三个阶段对会计指标和EVA指标的应用

EVA在管理中的应用

通过引进新产品扩大销售

某部门正考虑是否要引进一新产品。根据市场预测，新产品的引入会使销售收入提高10%，该产品利润率是15%，需要新增资本¥500。

问题：要不要上？

新产品项目

	底线		预测	
	损益表	资产负债表	损益表	资产负债表
销售收入	1000		1100	
利润率	15%	资本	15%	资本
利润	150	=1000	165	=1500
资本回报率	15%		11%	
EVA				
收入	150		165	
资本	1000		1500	
X资本成本率	10%		10%	
资本成本	100		150	
EVA	50			

三、价值创造的途径

基于MVA的思考

- 假设未来现金流以g稳定增长
- $MVA = (ROIC - WACC) * IC / (WACC - g)$
- 决定价值创造的根本因素：
 - 经营获利能力

$$ROIC = EBIT(1-t) / IC$$
 - 资本成本WACC
 - 增长能力g

价值创造的基本途径

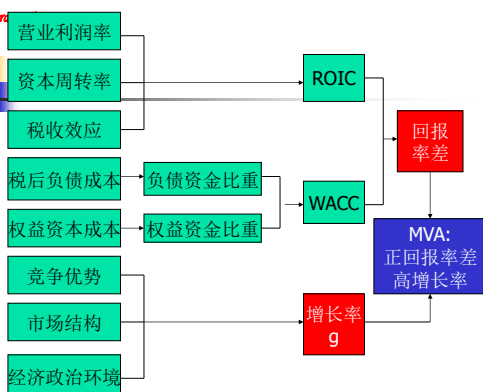
- 面向内部：现有资产的获利能力
 - 提高现金流的边际收益
 - 成本管理
 - 定价策略
 - 提高资产配置效率
 - 存货管理
 - 固定资产利用
- 面向外部：未来的投资增长
 - 开拓新市场
 - 提升新的核心竞争力

基于理财活动的思路

- 创造价值的投资决策
 - 采纳净现值 (NPV) 大于0的投资项目
 - 实现可持续的增长
- 创造价值的融资决策
 - 优化资本结构
 - 以最小的成本筹措资金
- 创造价值的运营管理
 - 提高利润边际
 - 提高资产运用效率

结论

- 回报率差 (Return Spread)=ROIC-WACC, 又称为资本效率
 - $EVA = \text{资本效率} \times \text{投入资本}$
- 正的回报率差创造价值, 负的回报率差损害价值
- 单纯的增长并不一定创造价值, 只有回报率差为正时, 增长才有意义
- 因此, 管理的目标不是预期的回报率最大, 而是预期的回报率差最大



案例

- 某公司05年业绩平平, 销售及利润的增长均为5%左右, 而竞争者增长率为10%
- 投资类似企业的预期报酬率为20%
- 聘用B先生作为总经理目标要使销售增长10% (见表)
- 总经理的薪酬与公司利润挂钩

06年经营计划

- 加大营销攻势, 引进新的生产线
- 目标要使销售增长10% (见表)
- 控制经营费用, 提高获利能力
- 问题: 如何评价其计划

管理资产负债表 (单位: 万元)

	实际	预计		实际	预计
投入资本			占用资本		
现金	100	60	短期债务	200	300
WCR	600	780	长期债务	300	300
净固定资产	300	360	所有者权益	500	600
合计	1000	1200	合计	1000	1200

利润表（单位：万元）

	05实际	06预计
销售收入	2000	2200
减营业费用	(1780)	(1920)
减折旧	(20)	(50)
息税前收益(EBIT)	200	230
减利息费用(10%)	(50)	(60)
税前收益(EBT)	150	170
减所得税(t=40%)	(60)	(68)
净利润	90	102

业绩比较分析

指标	实际	预计	竞争者
销售增长率(%)	5	10	9
净利润增长率(%)	5	13.3	10
营业费用增长率(%)	6	7.9	8.8
投入资本增长率(%)	8	20	10
WCR增长率(%)	8	30	25
短期债务/WCR(%)	33.3	38.5	25
ROIC(%)	12.2	12.5	14

业绩评价

- 预计的销售增长率(10%)和净利润增长率(13.3%)均超过了上年度和竞争者
- 营业费用增长率低于销售增长率
- 不能创造价值，因为

$$WACC = 0.5 \times 10\% (1 - 40\%) + 0.5 \times 20\% = 13\% > ROIC$$

$$EVA = (ROIC - WACC) \times \text{平均投入资本}$$

$$= (12.5\% - 13\%) 1100 = -5 \text{万元}$$

原因——过多使用营运资本

- 投资资本增加了20%，远高于上年度(8%)及竞争对手(10%)
- 投资资本的迅速增加源于WCR的迅速增加(30%)，从而导致流动性的恶化
 - 短期债务/WCR增加
 - 现金减少40%，短期债务增加50%
- 经营获利能力只微增0.3个百分点(12.2%至12.5%)，低于竞争者(14%)

财富杂志：

- “EVA”是现代公司管理的“一场真正的革命”，它不仅仅是一个高质量的业绩指标，还是一个全面财务管理的框架，也是一种经理人薪酬激励的机制。
- 可以影响一个企业从董事会到基层的所有决策，可以改变企业文化和每个人的工作环境，可以帮助管理者为股东和客户创造更多的财富
- 将经理人和员工的利益最大限度的结合起来，增强企业的活力

四、价值导向管理

麦肯锡的观点

■ 什么是以价值为基础的管理？

以价值为基础的管理是一个综合的管理工具，它可以用来推动价值创造的观念深入到公司一线员工中去

价值管理是一个综合性的管理工具

- 指导战略，资源配置及经营运作的决策
- 将整个公司的价值创造与一线工作小组和雇员的日常运作活动联系起来
- 提供共同的价值观和针对公司管理者及各工作单位的透明的业绩评估方法
- 推动公司业绩的迅速发展

价值导向管理的内涵

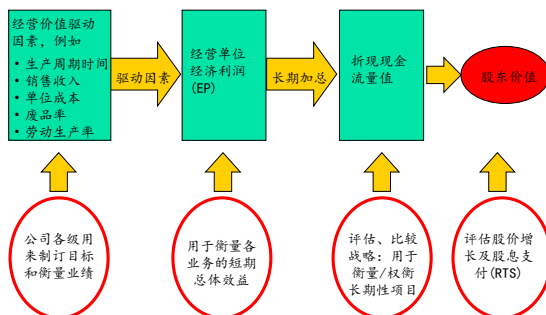
■ VBM: value-based management

- 公司财务管理、业务管理和战略管理三者合一的、新的管理方式和管理制度

■ 管理的目标

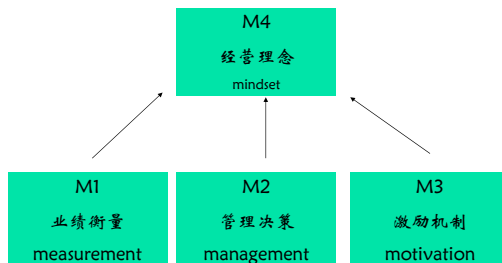
- 使全公司建立起一种统一的信念：管理决策必须以为股东创造价值为核心

价值管理将股东与管理者及一线工作小组联系起来



基于EVA的4M管理体系

EVA的4M体系



M1: 业绩衡量

收入
- 营运成本
- 折旧
-/+调整
- 税收
= 税后净经营利润
- 资本成本率 * 资金
= EVA

三大EVA驱动杠杆

- 提高效率
- 扩展规模
- 优化资本利用

EVA计算的是去除成本后的收益

将业绩标准与管理角色挂钩

管理角色

总裁

公司总部

经营单位经理

职能部门经理

一线工作小组及雇员

股东回报
股票市值
折现现金流量

投资资本
回报
经济利润

收入增长
市场占有率
利、税前收入
(EBIT)

资本周转率

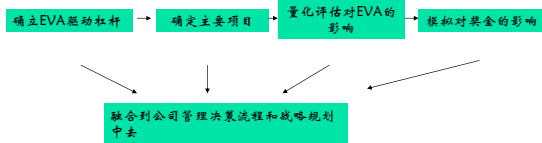
个人经营
价值驱动
因素

选取关键的价值驱动因素指标，从而将各级职能部门的目标与经营单位的目标协调起来

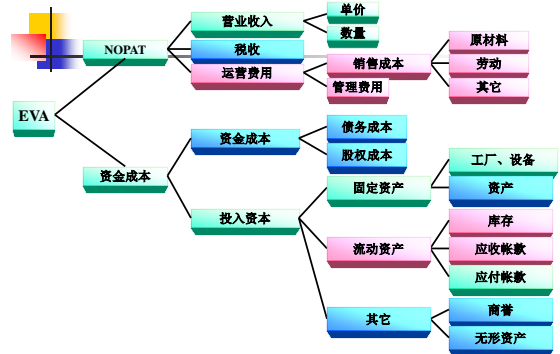
业绩指标

M2: 管理决策

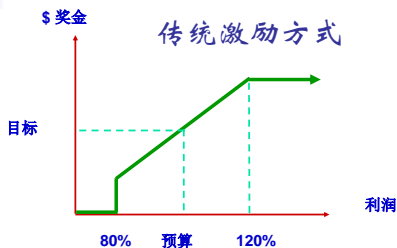
以价值创造为核心的管理体系



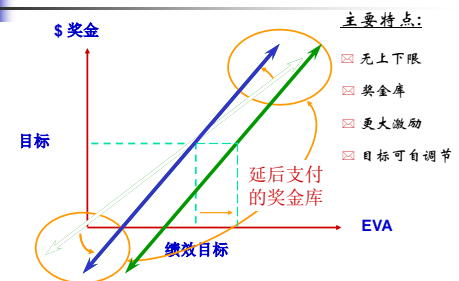
EVA价值杠杆



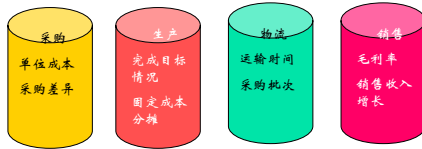
M3: 激励机制



EVA激励方案

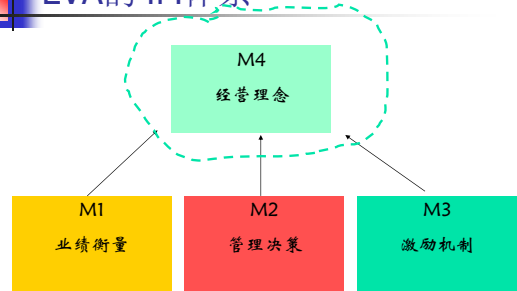


M4: 经营理念



将过程、衡量方法、目标和文化的差异
地盘之争，独立于整体业绩外的孤岛 → 焦点集中到EVA

EVA的4M体系



成功企业的经验（CTOER）

对股东价值做出明确的承诺 (commitment)

- 多目标就是无目标
- 对外表明立场，对内加强约束

对各层次员工进行深入的培训 (training)

- DOW对其4万名员工中75%进行培训：
- 基本培训（1.5天）：如何计算EVA；对一个价值中心，如何开发价值驱动因素
- 职能培训（3天）：如营销部门关注供给、需求和定价分析与EVA的关系
- 大部分培训由公司自己人负责
- 培训还起到对高层管理的震动作用：我能对价值创造做什么

实行普遍的激励（ownership）

- 增加每一位员工在公司的所有权益
- 激励的关键不是金额的多少，而是范围的大小
- 西门子44万员工中参与激励计划的占15%-20%
- 前500名高层管理的60%薪酬与价值指标挂钩
 - 投资者根据当前股价所预期的下年EVA
 - 在完成EVA指标的前提下，对照主要竞争对手的增长和市场份额，加倍奖励
- 4500名员工作为第二层次

组织重构以实现充分授权 (empowering)

- VBM不仅是公司高层管理的事，各部门都应成为价值中心 (value center)
- 一线员工参与价值创造决策
- DOW原来是矩阵式组织结构，由三个小DOW构成
- 40%的成本直接分配给下属三个主要运营单位，60%由公司总部分配或作为公司管理费，增加了总部预算压力
- 根据行业分成12个全球性运营分部，包括100个价值中心
- 80%的成本直接分配给各全球分部，5%为公司管理费用

实施广泛的过程改造 (reforms)

- 根据价值创造目标对企业资源配置体系进行整合，其原则是
- 避免会计复杂性
- 识别价值驱动因素 (value drivers) 预算过程与战略规划整合
- 加大对信息系统的投资：更多依赖信息

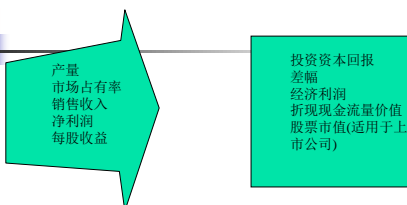
实行VBM公司的特点

- 董事会或监事会成员是根据能力而非关系来选定
- 公司经营活动以明确定位的主营业务为核心 (做我们最熟悉的)
- 帐目具有透明度，并符合国际公认原则，公司特定单位的管理会计也具有透明度
- 采用内部控制机制、EVA或类似的价值衡量概念，各部门都有明确EVA、ROE和营业收益目标
- 公司管理层和董事会在“他们的”公司中都有一定的经济利害关系

实行VBM公司的特点 (续)

- 公司的高层主管和董事会成员的报酬视公司的业绩而定，而且部分以 (附条件) 股票和股权 (激励计划) 为基础
- 员工持股计划使公司各层人员都能分享公司的成功，从而培养“主人翁”意识
- 对股东价值或VBM原则作出明确承诺，并审慎、节俭地使用资本资源

中国公司必须开阔思路



为中国经济及消费者带来利益

- 更好的资源配置，将有限的资源投入到最好的投资上
- 减少对国外资本投入的需求
- 创造更多的财富

课程结束

谢谢大家！