



# 书籍 创造股东价值

## 投资者最有威力的工具

阿尔弗洛德·拉帕波特

Free Press, 1997

第一版本:1986

其他语言版本: 英语

### 导读荐语

在过去的十二年间,《华尔街日报》每年都会发布由阿尔弗洛德·拉帕波特博士(Dr. Alfred Rappaport)首创的分析报告《年度股东评分榜》(*Shareholder Scoreboard*).这一报告会公布1000家美国最大公司的名单,(它们持有美国全部上市股票价值的90%),并罗列出对每家公司如何“维护股东利益”的统计结果。正是这一新闻特别报告在投资机构和个人投资者当中普及了拉帕波特的“股东价值(SV)”理论。投资者利用这一理论用于投资运作,这一做法也反映了作者以经济学为基础的标准。诚然,不是学习经济学、公司会计或是金融专业出身的一般读者,定会觉得拉帕波特这本书晦涩难懂。然而,这本书却为那些专业出身、勤学好问、寻求“商业启蒙”和华尔街式成功的广大投资者指明了道路。不要为1986年这个初版日期感到惊诧。经典就是这样,即使几十年过去了,也仍然在人们中间广为传阅并经久不衰。拉帕波特发起的这场不起眼的股东革命远没有结束。迄今为止,对股东进行分析已成为上百家大公司的主流做法的一部分(尽管这些大公司对此做法也经历了一个逐步适应的过程)。当然,股东价值作为企业战略指标绝非完美,对首席执行官和其他管理人员来说,本书的真正价值在于它能为企业如何在内部推行股东价值理论提供方法和经验。*BooksInShort* 希望把这本书推荐给每一家上市公司的所有利益相关方:包括公司管理层、雇员以及股东。

### 要点速记

- “股东价值理论的经典教义”是指,多数上市公司应该关注如何提升长期股东价值,而非如何增加季度收入。
- 股东价值(Shareholder Value, SV)指的是企业价值减去负债额之后的净值。
- 股东价值不由华尔街决定。
- 股东价值是通过计算企业未来现金流的现值,加上剩余价值和有价证券来确定的。
- 股东增值(Shareholder Value Added, SVA)是指股东价值在一个经济预测时间段内的变化。
- 通过计算每一个战略时期内的股东增值,可以评估企业的战略决定。
- 避免依赖操纵股票表现的宽松标准,比如市盈率。
- 长期来说,是由股东价值——而非季度收入——来决定企业的股价。
- 企业管理者必须平衡投资者的期望值与企业的收益率。
- 如果市值低于股东价值,股票回购是个理智的策略。

### 浓缩书

#### 股东快艇何在？

上市公司的首要任务是为股东创造更多的财富,这一理念从上个时代开始流行,且有可能在下个时代成为一种惯例。这一趋向,即“股东价值”理论,摒除了企业管理人员陈旧的既定习惯,他们总是关注如何才能快速创造以季度为单位的收入成效。相反,“股东价值”理论迫使他们把目光放得长远,以满足股东的最大利益。这一变化是由20世纪80年代的企业兼并浪潮推动的,当时企业的管理失误,为一些眼光独到的“夺宝奇兵”创造了炙手可热的良机,这些人只以低廉的资本投入就将一些企业收入囊中。

股东们甚至还投票罢免了一些目光短浅的首席执行官,后者虽打赢了小规模的季节战,却输掉了更重要的长期战。类似清理门户的做法在超过六

家道琼斯指数上市公司上演，成功避免了诸多身居高位的管理人员。

“一个企业的价值(负债与财产净值)称为‘企业价值’，而财产净值这部分就是‘股东价值’。”

结果，为了保住职位并令股东满意，管理人员越来越多地转向为公司提供战术最为合理的长期战略，从而越来越符合股东的投资标准。不过，负面效应也随之而来，即机构投资者在参与企业事务的管理中变得越来越强势。

## 企业良性发展与社会责任

鉴于所有经济方面的考虑，创造股东价值是毋庸置疑的“正确之选”，这对企业成功来说是这样，而在企业社会责任方面就不一定了。那些不计成本盲目参与社会活动的企业最终会因为竞争力不足而偏离了各自的政治议程。管理人员拥有最基本的权利和义务来保持企业的竞争能力。玩忽职守意味着毁掉一家公司，或者，最好的结局也不过是公司转手他人。如果管理人员能够维持公司的财政健康发展，那么他们的行为结果也往往是对社会极为负责的。

“股东增值……是指通过预测形势所创造的价值额度……股东增值关注的是预测期内价值的变化。”

几乎半数以上的美国人手上握有上市公司的股票，因此这些企业的良好表现会以股息或者(有希望)更高股价的形式与投资人的利益直接挂钩，又或者，企业成效会通过共有基金、养老金或退休计划等较为间接的方式令公众获益。如果社会保障体系一旦私有化，公众参与企业事务或许会成为非常重要的议题。这将会更多地促使直接和间接的股权结构的产生，而且会迫使管理人员更充分地利用股东价值分析模型。

## 长期企业战略与短期企业战略

一个内在的矛盾阻挠企业无法由衷地接受股东价值法，企业必须在创造更多财富的长期战略与无比诱人的短期效益之间做到平衡，因为后者总会保证带来令“华尔街”满意的季度收益，从而诱使企业管理者放弃长远的预算考量。而季度的高收益与管理层薪酬和额外补贴之间的惯有联系，也进一步增强了这种短期回报的诱惑力。

“只有准确预测公司竞争地位变化的投资者……才能期望获得额外利润。”

新闻界、管理层、分析家及各个级别的投资者往往会过分迷恋每股收益额(earnings-per-share，即EPS)的数字。EPS的狂热追捧者就好像是一头僵鹿，在明晃晃的大灯下，面对漏洞百出、语焉不详的企业报告，却只因为每股收益数据高兴得颤抖不已。这为何会成为一个问题呢？首先，企业有权合法“操纵”其EPS清算结果。其次，EPS结果属于无关痛痒的会计概念，因为它们并不反映基本的经济因素，例如企业的全部投资，其内在时间跨度及相关风险。

很多企业经理、机构投资者及管理人员对于股东价值法的概念和分析法都十分熟悉。根据基本的经济和金融理论，从价值当中减去负债，就是一家上市公司创造的股东价值。企业价值包含三个因素：1)经营业务现金流的现价；2)剩余价值；3)有价证券。股东价值考虑到了投资、价值及收入等因素，使管理层能够预测“其各个战略的未来价值成效”。

## 战略考量

企业必须将其增长理念转化为清晰的战略，才能在增长的道路上站稳脚跟。在战略发展的每一个阶段，企业都要评估其“行业吸引力、业内竞争地位及竞争力来源”。这一分析为企业提供了现金流评估的基础，企业可以利用这一评估结果来决定采取何种竞争战略。

“短期内的当务之急已导致太多经理人士为了展示更高的短期收益，而牺牲了那些可以带来真正长期盈利的重大投资。”

例如，某家公司要利用“股东价值法”为一项新提议的投资项目确定一个最合理可观的筹资水平。这个案例中，这家公司先后利用了股东价值分析和经典模拟法，以确定新项目的前景是否可观。其全部分析一致指出，这一项目绝对有利可图。然而，过程中出现了分歧：董事会和首席执行官有责任突然停下来询问：“对不起，请稍等一下——为什么要尝试新的项目？……难道我们就不能购买成品吗，不但更省时，而且可能成本更低吗？”要回答这个问题，企业就要通过股东价值模型来进行预演。事实证明，这一模型通常极为有效。企业可利用股东价值模型分析为产品有效定价，并权衡企业合作关系、稳定性、合并或收购等方面。企业也可利用这一模型分析来决定是否需要回到产权投资市场，出售更多股份，或者回购自家股票。这一分析法有助于企业确定股息额度。

“投资应着眼于战略，而非项目。”

分析人员也可以利用评估企业“价值变化”的股东增值(SVA)模型，建议首席执行官利用股东价值作出有关公司应何去何从的决策。首席执行官可能是某一变化的主要推动者，然而在这一高层“转变”之后，分析人员必须向企业其他管理人员、雇员和股东提供类似信息，向他们展示企业将如何利用股东增值数据来评估及打造其战略道路。对股东增值数据的成功利用可以挽救一家公司的未来及其首席执行官的职业生涯。

## 股票回购考虑

股东价值法是一个把现金返还股东的合理做法。当股票因诸多内部或市场原因而实际“被低估”时，企业股票回购战略显得尤为明智。这一“信号”会吸引部分短期交易者，还有一些确实感兴趣的投资者，因为后者收到了这样的讯息：“来吧！趁着低价大赚一笔吧！”

“对各个战略的股票增值潜力进行预估的结果是竞争优势缺失或存在的信号灯。”

溢价投标价则会把这个廉价交易变得更加诱人。低价会说服一些股东基于差额兑换现金，抛售估值不足股票中的低迷份额，转向更有吸引力的普通股。这样股东拿到了现金(有时还包括溢价)，而且，因为已发行股票份额在持续减少，股价低估程度也就随之降低了。

有时，另外两个因素也会使得股票回购战略有着异曲同工之妙。股东拿到了有利税率(既然他们只需要按照资本收益从收入中支出部分税金)，而

企业的举债经营能力也得到了提高，无论结果好坏。

## 股东价值分析需要诊断

股东价值分析能够惠及企业的所有相关利益方；尽管如此，首席执行官仍是实施这一方法的总指挥。此人必须为其他高管和董事会承担起示范作用。为了提高这些领导人对企业股东价值敏感度的知情程度，请他们分别回答以下这些问题，这些问题不仅能测试他们的了解程度，还能为企业的财务状况做一个透视：

- 最近几年，公司创造的股东价值总额处于什么样的水平？
- 你能分辨出公司的股东增值高低背后的主要因素吗？
- 未来五年公司创造股东价值的计划是什么？
- 各种“备选战略”将如何影响股东价值及投资者？
- 公司哪些部门创造了价值，哪些没有？
- 管理层能够精确定位每个部门的举债经营情况吗？
- 公司的哪些业务存在风险，哪些风险最大？
- 管理层如何降低这类风险？
- 公司的融资成本是最低吗？
- 融资成本与管理目标相接近吗？
- 谁对公司未来预期的看法更为准确？是管理层，还是华尔街股价及其“信号”？
- 公司与其重要股市竞争者的股价差额表明了什么？

## 股价的含义

无论你再怎么对华尔街的盲目性和不公平感到愤愤不平，事实是，股价的确为企业的预期贴上了标签。那个价格就像一个天平，昭示着一家上市公司能否利用按照当前资金利率筹措来的资金创造超过平均值的利润。这是一条双向道路——一方面企业公布它的战略和发展状况，另一方面根据企业提供的信息，投资者或者相信，或者不相信企业公布的信息——其表现形式可以是以购进、出售企业股票等的交易方式。

“投资者的底线既不是公司大小或过往表现，而是总收益率，即股息与股价增幅之和。”

学术界就投资者全力关注并利用各种新闻的方式做了大量的分析。管理层必须效仿这一做法，不过应该进行逆向思维：经常反思市场活动和股市动向对公司未来的创收能力意味着什么。首席执行官和董事会成员应该避免只关注国内外的经济异动、股票交易和柜台交易市场（OTC）信息。相反，应该寻求企业内部发展和预测方面的含义，尝试从股票动向中洞悉规律，无论是急剧的上下波动，还是平稳的发展走势。

投资者也许能够利用股价走势将公司内部大事和实际外部变化进行对比。华尔街各方会对一家企业造成实实在在的外部影响，无论是刻意为之，还是无心之举，抑或是可能出于各种不同的动机行事。

“预期分析”有助于企业就一些重大拐点作出决定，例如在决定是否要增发普通股、回购已发行股票或者为合并与收购交易筹措资金的时候。股东价值分析擅长预测可能的收购动向或股价跌落趋势。如果市场价的增速严重超过了公司实际的增长实力，那么董事会和管理层应当重新评估各项业务并就创收值低于标准的所有资产进行重组，从而对这一异常现象做出回应。企业可以考虑各式各样的改组选择。有时候，一项有效的企业变革是阻止企业被收购的唯一途径，当然这也要取决于股东价值和企业权力归于何处。

## 关于作者

阿尔弗洛德·拉帕波特博士 (Dr. Alfred Rappaport)，美国西北大学 (Northwestern University) 教授，国际商业咨询师，著有三部商业书籍。