

前摇摇言

《高级财务管理》第一版完成于 1993 年，可以说是“非典”时期看书、研究的副产品。出版后，发现距教材要求甚远，篇幅过大，章节过多，内容过于概括，不利于教学。但是，读者们还是给予了我们很多鼓励，使得《高级财务管理》成为不少高校的教材，而且成为一些高校老师在教学过程中的重要参考读物，不少实务工作者对《高级财务管理》投入了极大的阅读热情。凡此种种，激励着我们把《高级财务管理》修订工作提上了议事日程。

1995 年，《高级财务管理》被列入国家级“十一五”规划教材，从而给修改重编《高级财务管理》提供了契机。但是，由于作者们对《高级财务管理》作为教材应包括哪些内容尚存在着较大分歧，同时加上各项行政社会性杂务纠缠，使《高级财务管理》教材修订、审校工作一再拖延。

经过五年多教学尝试与不断研发，我们终于对《高级财务管理》教材应包括的基本内容有了较为明晰的认识，总的看法是，目前就《高级财务管理》完整框架编写教材的思维必须改变。作为《高级财务管理》教材，一方面要体现出有别于《财务管理原理》和《中级财务管理》教材的内容，另一方面要保持与《财务管理原理》和《中级财务管理》教材在逻辑上的一致性和内容联系的紧密性，同时要适应现代财务管理实践对财务管理工作知识能力素质的具体要求，在内容上具有较强的实用性。为此，我们把《高级财务管理》教材的基本内容分为公司治理、价值评估、增长管理、现金流管理、风险财务、行为财务六个方面。这样的内容设计，既吸纳了世界财务理论与实务发展的最新进展，又较好地适应了中国财务管理实践发展的现实需要。每一方面内容我们都力求写得简明、前沿、实用和准确，这样便于教师正确组织财务管理各种知识的教学，也便于学生准确掌握各个财务学名词并能正确地应用，有利于学习、考试，并具备规范的财务思维。

现在看来，奉献给读者的这本《高级财务管理》（第二版）教材，已不是对原有《高级财务管理》（第一版）教材的修订，细心的读者会发现，几乎已经完全重写了。因此，这本《高级财务管理》（第二版）教材具有更大的探索性，我们不想让它替代我们已经出版的《高级财务管理》（第一版）。我们设想，待有时间和精力时，对原来的《高级财务管理》（第一版）作进一步修改充实，使其成为《高级财务管理手册》。同时，我们这本《高级财务管理》（第二版）教材无论在内容还

是在体系上，即使在相同的章节名称下，其内容也迥然不同于国内诸位同仁已出版的《高级财务管理》教材。这样的标新立异，是好是坏，就需要读者评判了。

《高级财务管理》由南京大学会计与财务研究院部分教师编写。各章编写分工如下：第 1 章由杨雄胜教授编写，第 2 章由邓德强博士后编写，第 3 章由熊焰韧副教授编写，第 4 章由陈志斌教授编写，第 5 章由李翔副教授编写，第 6 章由林树博士编写。编写过程中，一些同行的研究成果给予了我们很多启发，成为我们写好这本教材的精神食粮。他们是：厦门大学黄世忠教授、东北财经大学刘明辉教授、中国人民大学王化成教授、对外经贸大学汤谷良教授、上海财经大学张鸣教授、北京大学陆正飞教授、北京工商大学谢志华教授、清华大学陈小悦教授、暨南大学宋献中教授、西南财经大学赵德武教授、中国会计学会周守华教授、中山大学魏明海教授、上海对外经贸大学杨淑娥教授、江西财经大学张蕊教授、南京大学李心合教授。谨在此对他们致以深深的谢意。作为前辈，东北财经大学谷祺教授与欧阳清教授、中国人民大学王庆成教授，对我们编写《高级财务管理》给予了充分的支持和鼓励。虽然我们编写的教材难以达到他们的期望，但是，我们还是要通过这本《高级财务管理》表达我们对这些前辈的尊敬和感谢之情。当然，我们更要感谢南京大学宽松的学术环境与务实的研究氛围，这些都激发了我们写好《高级财务管理》的豪情壮志并无怨无悔地坚持。

值得一提的是，适值本书再版之际，我校高级财务管理被评为 2013 年度国家级精品课程。

欢迎各位读者对《高级财务管理》提出批评和建议。来信请寄：杨雄胜，南京市汉口路 222 号，南京大学会计学系，杨雄胜收。电子邮箱：yongsheng@nju.edu.cn

编者

2013 年 12 月

目 录

第 1 章 公司治理（上）

- 1.1 公司治理概述
- 1.2 公司治理对象的基本特征
- 1.3 关键词
- 1.4 思考题
- 1.5 案例分析
- 1.6 延伸阅读文献

第 2 章 公司治理（下）

- 2.1 投资者利益
- 2.2 客户利益
- 2.3 员工利益
- 2.4 关键词
- 2.5 思考题
- 2.6 案例分析
- 2.7 延伸阅读文献

第 3 章 价值评估

- 3.1 价值评估概述
- 3.2 价值评估模型与价值驱动因素
- 3.3 基于价值评估的价值创造
- 3.4 基于价值评估的投资者沟通
- 3.5 关键词
- 3.6 思考题
- 3.7 计算分析题
- 3.8 延伸阅读文献

第 4 章 增长管理

- 4.1 研究与开发管理
- 4.2 公司并购与资产重组
- 4.3 紧缩与整合社会资源

源瑶际的与再融资摇摇 转 转 转

缘瑶财务增长管理的理论基础摇摇 转 转 转

关键词摇摇 转 转 转

思考题摇摇 转 转 转

计算分析题摇摇 转 转 转

延伸阅读文献摇摇 转 转 转

第 缘章 瑶 现金流管理摇摇 ⇨ 转 转 转

缘瑶概述摇摇 转 转 转

缘瑶现金流量及其度量摇摇 转 转 转

缘瑶现金流向与战略决策摇摇 转 转 转

缘瑶现金流程及其管理摇摇 转 转 转

缘瑶现金流速及其评价摇摇 转 转 转

关键词摇摇 转 转 转

思考题摇摇 转 转 转

案例分析摇摇 转 转 转

延伸阅读文献摇摇 转 转 转

第 远章 瑶 衍生工具与公司财务管理摇摇 ⇨ 转 转 转

远瑶衍生工具的基本概念与市场机制摇摇 转 转 转

远瑶衍生工具与公司融资管理摇摇 转 转 转

远瑶衍生工具与公司投资管理摇摇 转 转 转

远瑶衍生工具与公司营运管理摇摇 转 转 转

关键词摇摇 转 转 转

思考题摇摇 转 转 转

案例分析摇摇 转 转 转

延伸阅读文献摇摇 转 转 转

第 苑章 瑶 行为财务摇摇 ⇨ 转 转 转

苑瑶行为学基础摇摇 转 转 转

苑瑶公司估值摇摇 转 转 转

苑瑶非理性条件下的公司财务行为摇摇 转 转 转

苑瑶团队财务决策摇摇 转 转 转

关键词摇摇 转 转 转

思考题摇摇 转 转 转

案例分析摇摇 转 转 转

延伸阅读文献摇摇 转 转 转

第摇摇章

1

公司治理（上）

导入案例 摇摇公司领导薪酬咋这么高？

圆园园年 怨月 员苑日，纽约股票交易所董事长兼 财务 理查德·格拉索（Richard Grasso）因不合理巨额薪酬曝光而被迫辞职。格拉索是唯一一个从交易所底层做起的领导，在纽约交易所工作已达 猿年。他仅有中学学历，但八月间获得了一份令世界上每个人都瞠目结舌的天价薪酬合同。按此合同，格拉索到 圆园园年退休时，将获得 员.愿亿美元的收入，这还不包括未来 源年他每年 员.园万美元的工资和最低 员.园万美元的奖金。人们发现，格拉索的总薪酬超过了纽约股票交易所过去 猿年盈利的总和。纽约股票交易所在全球的主要竞争对手，如纳斯达克交易所、伦敦股票交易所、东京股票交易所等九大交易所负责人的薪酬加在一起也不及格拉索一人所得。尽管纽约股票交易所的 圆.愿家上市公司中近一半是在格拉索任期上市的，而且在“怨·员”事件中纽约股票交易所 在格拉索的领导下表现得很好，源天后就恢复了交易。但面对离奇的薪酬合同，人们已彻底忘掉了格拉索取得的辉煌业绩，而代之以铺天盖地的谴责声。人们都在追问：是谁决定了这份天价合同？原来这份薪酬合同是由公司薪酬委员会决定，而 远名薪酬委员都必须通过董事长提名。事实真相终于大白，原来格拉索是自己决定了自己的天价薪酬合同。华尔街顿时为之哗然。美国最大的基金管理公司——加州公务员退休基金、富达基金、Fidelity 等一致要求格拉索下台。怨月 员苑日下午 源时 员缘分，纽约股票交易所董事会召开紧急会议，以 员.愿的结果决定同意格拉索辞职。

无独有偶。圆园园年 猿月，中国平安 圆园园年年报披露，董事长马明哲年报酬 远千多万，每天薪水 员.愿万元。一石激起千重浪，顿时在中华大地上引发了一场关于中国公司高管到底值多少钱、高管薪酬谁说了算等问题的大争论。马明哲的运气比格拉索好，他至今仍稳稳地坐在平安集团董事长位子上。人们反复讨论，银行高管自己给自己定天价薪酬道理何在？同期 员.园多家中央企业负责人最高薪酬为 员.愿万元。

圆园园年 猿月 源日至 员日，裁 德通讯（Carroll Communication）先后 员.次在二级市场回购股票 缘.园万股，耗资 员.愿万元，主要用于 猿月 员日公布的大规模股权激励。按此计划，激励的员工达 员.园人以上。公司试图以此挽回低迷的股价和管理层士气，进而提升公司业绩。但高管们拿到了较高的薪酬后，是否肯定能带来公司业绩的提升，不得而知。国内外公司实践也未提供确切的证据。

看来，公司里面确实存在着不少我们一时看不清说不准但至关重要的问题。公司领导的任用激励只是这些问题的冰山一角。这些问题的聚焦，正是本章所要讨论

的核心：公司治理。

公司治理概述

公司治理的含义

要理解公司治理的概念，首先必须知道公司^①的含义。我们知道，公司是一个典型的营利组织，其存在并发展的唯一动力及目标是利润。尽管以利润为目标的公司理论遭到了诸多批评，而且公司实践也暴露出了追求利润所带来的负面作用，如生态破坏、资源浪费、商业欺诈等。但无可否认，利润仍是评价一个公司成败的重要标准。只是公司追求利润的同时也应该讲求商业道德，并切实履行社会责任。

那么，为什么叫“公司”？主要在于这一组织所需的资本和人力以全社会为获取的空间，其产品和劳务又是为全社会所需的。既然资源的用途及目标都以全社会所有人为落脚点，则“公司”的称谓就理所当然了。公司这一基础性质，决定了公司从发起到营运的各个阶段，均应以维护全体出资人、员工及消费者的利益为立足点和行为准则。但在具体实务中，相对于一个特定企业，出资人（包括股东和债权人）、员工及消费者（主要指客户）的利益往往存在此消彼长的关系。例如，股东需要高回报，但员工的高收入与客户期望的产品高质量、低价格以及债权人对风险的忌讳相冲突。显而易见，股东与这些方面利益矛盾的存在，是引发现代公司一系列问题的重要原因，例如，劳资矛盾、产销矛盾和信用风险等。而且，公司的日常控制权掌握在一批经理人员手中后，又在上述矛盾基础上增加了一种对现代公司生存发展至为重要的矛盾：经理与股东的矛盾。因此，现代公司已处于各种利益关系矛盾之中。如何协调这些利益关系，使之统一服务于公司的长远发展，成为现代公司成长发展中必须解决好的一个根本问题，形成了公司治理的原始含义。公司自诞生之日起，上述矛盾就或多或少地存在着，这决定了公司治理是伴随公司生命始终的一种内在需求。

协调公司各种利益关系是现代公司管理的首要任务，而这一重要任务一般是通过财务管理职能的充分作用而完成的。相应地，现代公司财务也分成了两块：以企业现金流转为主体，科学地规划、平衡、组织公司的现金流量、流向、流速和流程，最终实现公司现金可持续流转，形成了所谓的中级财务管理的各项具体内容；以企业现金流转中所涉及的各种利益关系及其矛盾为主线，有效地协调、平衡、理顺公司的财务关系，最终建立公司利益相关方共赢机制，实现公司的长命百岁，从而形成了我们通常说的高级财务管理的具体内容。由此可见，公司治理是高级财务管理必须遵循的基本原则，公司治理的基本理论是建立高级财务管理理论与方法体

^① 本书中公司与企业两个名词作为同义词，在使用时不加区分。尽管两者存在差别，例如，公司肯定是法人组织，但企业不一定是法人组织，而且，公司的英文是 *corporation* 或 *company* 而不是 *enterprise*，因为 *enterprise* 并不一定是法人，只是执行商业活动的人的集合体，而 *corporation* 才是“永久持续并能独立承担责任的由自然人组成的法律上所拟制的人”。

直接支配企业财产，这就是企业的法人财产所有权。

从完整意义上说，企业财产权包括请求权、处置权、使用权、豁免权。请求权分为财产占有、使用、管理及收益分配四个方面。处置权主要包括财产转让、赠予、废弃及控制排他四个方面。使用权主要是指财产的消费决定权。豁免权是指财产不被征用或征收的权力。从历史角度看，企业财产可基本分为所有权与经营权，请求权的部分（占有与收益分配）与处置权属于所有权，而请求权的另一部分（使用、管理）与使用权、豁免权属于经营权。出资人作为公司的所有者，在实践中对公司有三个方面的职能：提供资本、负责决策及日常经营。在工业革命之前，这三项职能都由出资人一人承担。工业革命以后，在整个 19 世纪中，企业出资人执行前两项职能，雇用经理执行第三项职能，即最初意义上的“两权分离”。进入二十世纪，公司出资人由于日趋分散而只行使第一项职能，公司经理执行第二项与第三项职能，从而形成了现代意义上的“两权分离”。这样，理论上的公司财产权利概念，在实践中已普遍地具体化为“所有权”与“经营权”概念，而出资人的权利已被确认为企业的“所有权”。

企业的所有权在财务理论中一般具体化为“股权”（所有者权益）与“债权”（负债）。企业财产权之所以这样构成，完全由于企业经营对财产需要的时间特征。企业经营永久性的财产需要，不论是有形物资，如设备、材料，还是无形资源，如技术专利，必须有长期稳定的出资渠道，从而形成股权。为了保证企业生产经营的正常进行，公司股权除法律规定外，一般只能转让，不能退还。企业为了适应市场需要，会产生一些不定期的甚至是临时的财产需要，社会为之开辟了一些短期、临时的融资渠道，从而形成了公司的负债。为了强化对企业的经营效率及效益的约束，公司对负债必须承担到期还本、定期付息的责任，否则会面临法律诉讼甚至清算风险。不仅如此，公司负债还有内部制衡以保证经济资源配置效率的作用。如上所述，股东身份一旦形成，其股权只能转让不能退还。这样股权对经营者的制约变得不够有力，股东尽管可以用投票表决的方式来解聘不满意的经营者，但由于表决已被实践证明对经营者并不会形成有效的制约作用，因此不能有力地督促经营者把经济资源配置效率放在自己工作的首位。于是，企业引入了债权人制度，一旦不能还本付息，可以依法对企业提出诉讼乃至清算，这样就会给经营者带来内在压力。由于企业资产（不论是股权还是债权形成的）往往是融汇一体的，经营者对债权的尽责自然也带来了股权的尽责。在财务实践中，正确地设置股权并取得债权，协调好与股东和债权人的关系，是实现财务目标的重要环节。

（圆）股东权益

股东权益是现代公司制度本质的产物。现代公司的本质，概言之可以表述为独立的人格（法人）和独立的财产（法人财产权）。股东作为公司的主要投资者，他（她）不直接拥有公司的财产，股份并不代表拥有公司多少资产，不是代表金钱的数额，而是表明某股东在公司利益里的份额标准。股东对公司经营承担的是有限责任，即以其出资额对企业承担民事责任。在实践中，股份是股东权益的核心，但股

东权益的含义要较股份广泛得多，还包括一些非财产性权利，如表决权、知情权等。从概念上分析，我们可以把股东权益定义为股东在公司里拥有的各种法定权利的总和。这些权利包括自益权与共益权两类。

①自益权，是股东在公司获取自身利益的权利。股东行使自益权，只是为了维护或实现自己在公司里的法定经济利益，包括股利分享权、剩余财产索取权、认购新股优先权、股份处置权（转让或赠予）。这些权利往往是股东在公司自身利益的变化，因此只能由股东本人或股东委托他人行使。这些权利的行使只影响特定股东在公司里的权益，而不影响其他股东权益。

②共益权，是股东在公司里为保障自身利益而行使的各种参与决策控制、行政监督、战略规划等的权利。在现代公司里，股东的身份已比较复杂，不只是一个简单的出资人，而已具体化为委托人、受益人、旁观者、政治参与者、公司利益守护人或监护人、管理层合作者等一系列身份。股东身份的极大丰富，完全是现代公司股份高度分散及证券市场发达的结果。这表明，股东权益不只是表现在对公司经济利益的分享上，更重要的是表现在事前、事中、事后对公司资源运用的决策指导、有效控制和日常监督等方面，从而形成了股东权益的共益权。共益权是股东干预、参与和监督公司经营的权利，包括股东大会表决权、临时股东会请求权、召集权、提案权、质询权、查阅权等。行使这些权利一般要求股东具备必要的道德与业务素质，在当今股权高度分散的条件下，为适应股东素质参差不齐、地点分布散乱的特点，各国均对公司提出了建立独立董事制度的要求。由公司聘请德才兼备、公众形象较好的专业人士和社会名流，担任公司的独立董事，切实地履行股东权益中的共益权。股东共益权的行使，一般通过股东大会及董事会等组织形式实现。

（猿）债权人权益

债权人除了具有要求企业必须履行还本付息承诺的权利外，还有对拥有债权的公司进行日常监督的权利。

一般而言，公司债权不论是从商业银行取得的长期、短期负债，还是发行债券形成的公司债，或者是在交易中借助于商业信用形成的往来性质债务，都含有特定的用途和理由。那么，公司负债后，必须使债权人知道负债的用途及原因，以及该用途及原因是否得到了保证或兑现。债权人应切实行使对公司的各种监督权，减少并控制自己在企业中的债权无法回收的风险。

（四）客户权益

企业权利究竟是什么？在理论上并没有确定的答案，大致上有两大观点：其一，企业的权利是为股东获取最大回报，反映在财务目标理论上就是股东价值最大化。这种理论的依据主要在于股东是公司唯一的法定所有人，公司本身就是股东创办的并由其提供最重要原始资本（注册资本），公司最终的盈亏责任也是由股东承担的。因此，公司必须以股东利益最大化为自己的行为准则和经营目标。其二，企业的权利是谋取公司的可持续发展。可持续发展包括生存与增长两个方面。企业的可持续发展，就现实方面来说，并不仅仅取决于股东一方，还取决于客户、员工及

社会等各方面。只有这几个方面的利益都得到适度满足，公司才有可能生存并实现真正有效的增长。这就形成了利益相关者价值最大化的财务目标理论。不难发现，上述两种观点是不同的。在实践中，股东的利益与客户、员工及社会的利益往往是此消彼长的关系，股东利益的最大化，并不一定带来客户、员工及社会利益的适度满足。两种理论究竟哪一种更合理？已有的实践并没有提供确凿的证据。但我们还是可以大致上作个概括：在商品奇缺、生产严重不足的经济环境下，企业生产出满足社会需要的商品是最重要的，则股东价值最大化成为财务目标就比较合理了；在商品比较充裕、生产已表现为过剩的经济环境下，市场需求对于企业生存发展是第一位的。可以说有了市场（生产订单）企业就有了一切。此时，客户价值最大化作为财务目标就成了一种明智的选择。在劳动力市场发达但高素质劳动者难觅的条件下，一个企业的成败，不论处于买方市场还是卖方市场，要赢得市场并实现持续发展，必须拥有一批高素质的员工并赢得他们对企业的忠诚。此时，员工价值最大化作为公司财务目标是理性的选择。由此可见，公司财务究竟以何方利益最大化为基本目标在实践中并没有一个固定的答案，而是要视企业所处的特定环境而定。

整个 20 世纪是现代财务理论与实务高度发展并成型的时期。这一世纪的大部分时间，制造业是多数国家和地区经济增长的主要动力。产品供不应求使商品很大程度上成为一种稀缺资源，产品一旦出厂就被抢购一空，生产的利润水平较高，从而使制造型企业获得了更快的发展。而产品一旦出厂，其成本和使用中的各种风险就转嫁给了零售商和批发商这类中间商甚至是用户，制造商只关心自己的生产流程、成本，从而形成了以产品为导向的消费主义时代特征，整个经济由制造业决定。不难想象，此时财务理论和实践发展最快的领域无疑是制造业，而卖方市场的环境，决定了股东价值最大化必然成为财务的基本目标。

但是，从 20 世纪末开始，整个世界发生了彻底转型，卖方市场不复存在，同一功能的产品充斥市场，消费者在购买时可以有很多的选择，整个社会进入了买方市场时代。面对市场竞争日趋激烈、制造业利润不断下降的现实，许多制造业开始转变经营理念，由提供产品转变为提供服务。这种转变带来了经济理论的更新。按传统的观念，产品一经销售，其所有权包括一切风险就随之转移至买方。这一点现在已无法成立：产品的所有权永远是制造产品的企业的，买方只需要其功能。客户从市场上购买的是功能服务，而不是什么产品。这样产品使用中功能服务的风险还由产品制造商承担。因此，客户对制造商提供功能服务（依附于特定产品）的满意程度，对于企业市场份额的保持和获取至关重要。公司经营的核心是客户需要的满足程度，公司持续发展的基础是客户对企业的满意和忠诚。这决定了客户价值最大化成为公司财务的基本目标。

忠诚的客户愿意与公司建立稳定的关系，他们会在同一公司购买更多数量的产品，并源源不断地购买公司的其他产品、服务和售后支持。有了这样一群被锁定的客户，公司就可以避免产品同质化的趋势和被迫卷入价格战。因为它们的客户对竞争者的入侵具有较低的敏感性。实践表明，忠诚的客户是公司获取长期稳定的收入

和利润的源泉，他们对公司的支出会随时间的推移而增长和加速。研究表明，只有 1% 的不满意客户曾经向为他们服务的公司抱怨过，而其他 99% 的客户并不会抱怨，他们对公司不满唯一的表达方式就是改投其他公司的怀抱。而且，不满意的客户中有 10% 是永远不会再光顾原来的公司的，还会向其他 10 个人讲述他所遇到的问题。每一个客户的遗失会使另外大约 10 个人听到对公司不利的口头广告。因此，不满意客户的丧失，不但使公司浪费了为吸引新客户而做的初始投资，而且加大了公司获取新客户的成本^①。

（员）客户权利来源——客户让渡价值

按美国营销学权威菲利普·科特勒（Philip Kotler）教授的定义：“客户的让渡价值是指总客户价值与总客户成本之差。总客户价值就是客户期望从某一特定产品和服务中获得的所有利益。而总客户成本是在评估、获得和使用该产品和服务时引起的客户预计费用。”^② 科特勒教授用图 1-1 直观表达了客户让渡价值的含义。

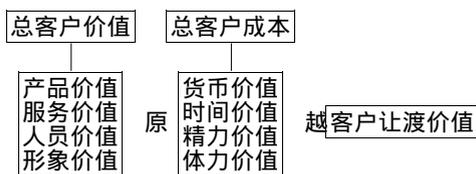


图 1-1 客户让渡价值的来源

客户也是价值最大化的追求者。客户追求的价值最大化就是让渡价值最大化。这一目标的实现离不开公司产品与服务的全过程支持。离开公司的产品与服务，客户让渡价值也就不可能成为现实。问题在于，客户让渡价值的最大化并不等于企业价值的最大化。因为客户与企业毕竟是两个利益主体，企业价值的最大化集中表现为企业的可持续发展，但这与客户让渡价值最大化并不是同义的。实践中，片面地追求客户让渡价值最大化，企业价值就难以最大化，甚至会危及企业的长远发展。

（圆）客户权利在企业中的表现——客户资产

由上述分析可知，公司必须对客户让渡价值做出透彻的理解，从而确定企业的经营战略，使企业价值最大化与客户让渡价值最大化尽可能地保持协调一致。具体做法就是对客户价值与客户成本的具体内容识别、计量并管理，从而使公司以经济的方式实现客户价值最大、客户成本最低，从而把客户让渡价值转化为公司的客户资产。客户资产可定义为能够使公司与客户价值均最大化的经济资源。一般而言，这种经公司转化的客户资产分为三类：价值资产、品牌资产和维持资产。价值资产是客户对企业产品或服务的客观评估，体现在产品的质量、价格、便利性等方面，直接表现为满足客户低成本使用的需要。品牌资产是客户对企业产品或服务品牌的认同程度，是企业带给客户使用产品或服务过程中安全、自我欣赏及形象等方面的满足感。维持资产是客户对企业产品或服务的忠诚度，是企业通过高质量、好品牌

^① [美] 彼得·达切思：《企业运营与顾客价值》，侯佳奇译，北京，机械工业出版社，2006。

^② [美] 菲利普·科特勒：《营销管理：分析、计划、执行和控制》，梅汝和、梅清豪、张桁译，上海，上海人民出版社，2003。

的产品与服务，及采取忠诚回报、特殊奖励及团队联谊等方式，培养起来的客户对企业及产品与服务的认同及忠诚。企业拥有客户资产的规模及质量，直接决定着企业能否实现可持续发展。

（猿）客户权利与公司财务管理

以客户价值作为财务目标，就意味着客户资产及资本的管理成为财务管理的重要内容。虽然客户资产中存在着一些难以在财务上计量的因素，例如，客户满意度对公司价值的影响就无法准确计量，但是，客户资产的取得、维护及扩大过程中，企业均会收入与支出财务资源，结果的好坏也可以通过财务状况、经营成果及现金流量等财务管理工具计量和反映，从而决定了以客户价值作为财务目标不但理论上 有 据，在实践中也是可行的。传统的财务理论在这方面几乎空白。为此，公司必须建立客户资产账户，并确立相应的客户资本科目，从而扩大理财的视野，挖掘理财的深度，通过客户资产资本账户的平衡优化两者的关系，把公司的财务管理建立在以客户价值为中心的基点上。这样，客户资产及资本指标的改善，就能成为未来财务管理评价业绩的重要指标。

獾员工权益

公司的一切活动都是由员工完成的，员工行为成了决定公司成败的重要因素。在过去经营规模小、经营范围窄、经营产品种类少、制造工艺简单的条件下，对生产经营进行管理并不复杂，对员工的监控和指导无太大难度，因此，员工行为对公司的影响较容易控制，员工并不成为生产经营的核心资源，尤其是在机器化生产流水线及标准化管理后，一名员工与一台机器并无不同。但随着企业经营规模的扩大，经营范围日益广泛，经营的产品不但种类多而且经常调整，制造工艺日益复杂，制造及组织管理技术难度日趋提高，生产经营第一线人员主动性、积极性及负责精神对一个公司的成败起了决定性作用。在这样的条件下，怎样调动员工的积极性、使员工具有认真负责的态度，最终创造性地为公司服务，就成为现代企业管理必须解决的一个重大课题。这一客观要求集中反映在财务上，就是员工利益成为理财的立足点，或者说，员工价值最大化成为公司财务的基本目标。在企业中，员工权益表现在两个方面：取得薪酬和精神满足（如图 员—圆所示）。

对于薪酬的本质，不同的人出于不同角度，有不同的看法。从字面上看，薪酬的意思是平衡、补偿，有明显的交换的意思。有些人认为，薪酬是上级对下级的施舍，但更多人认为，薪酬是劳动力获得的补偿或劳动的报酬。社会学者往往把薪酬差别看作是公平与否的标准。对于股东而言，薪酬是激励经营者和雇员的手段；对于企业而言，员工薪酬费用是利润的减项。在实践中，我们宁愿把薪酬看作一种激励员工和衡量公平与否标准的结合体。为此，形成了两种基本的企业薪酬制度：主体薪酬制度与客体薪酬制度。

（员）主体薪酬制度

主体薪酬制度立足于薪酬主体自身的基础、素质及内涵，决定薪酬水平。目前主要有依据职位、技术、能力三种，即按照员工所担任的职务高低、技术等级或能

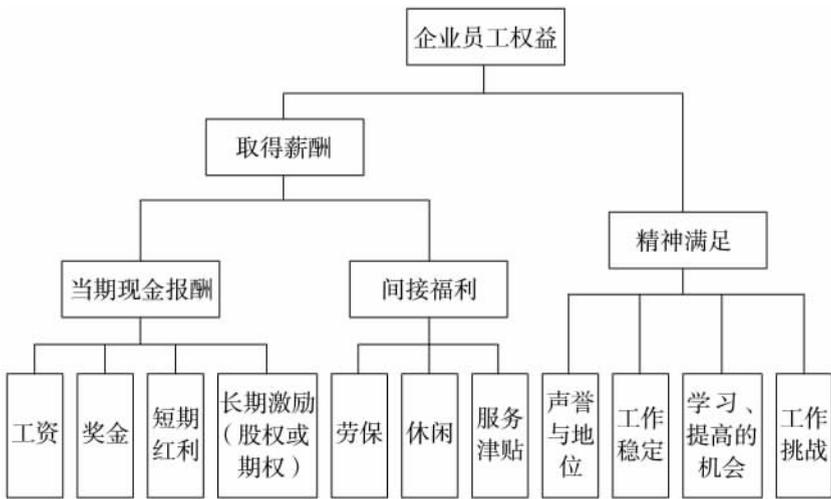


图 员-圆 员工权益构成示意图

力强弱决定具体员工的薪酬。这也是现在大多数企业普遍采用的薪酬制度。这样的薪酬制度与科层制的组织机制相适应，但主观性较强，对员工的激励作用有限，而且在公正性方面难以得到保证。

(圆) 客体薪酬制度

客体薪酬制度依据员工的工作业绩来决定薪酬水平。只要选择的绩效指标恰当，计量绩效指标合理，计量结果真实，这种薪酬制度能调动员工的积极性和责任感，也比较公正。但在实践中，选择合适的绩效指标一般难度较大，很多企业往往采取主观决策，从而使这种制度在执行中出现与预期不一致的结果。加上企业员工之间本来是互相合作协调的关系，有些员工活动是很难单独计量后果的，便产生了“搭便车”和“代理”问题，使基于绩效的薪酬制度效果不彰。

企业薪酬的具体形式和手段多种多样，各有各的特点，每种具体形式与手段都有特定的适用条件及优劣。现将企业主要的薪酬形式与手段列示出来（见表 员-员）。

表 员-员 主要薪酬手段及其特点

薪酬手段	运转方式	实施背景	成功的条件	面临的危险
利润分享	<ul style="list-style-type: none"> · 每年分摊一次利润 · 可采用以下形式： <ul style="list-style-type: none"> ——现金 辮票 ——延期至退休时享用 ——以上任选一种的期权 · 调动员工为公司创造利润的积极性 	<ul style="list-style-type: none"> · 尚未达到预定财政业绩水平 · 需要降低劳动力成本 · 需要创造一种同舟共济的企业文化 · 需要将员工的注意力由固定应得报酬转为绩效薪酬 · 以质取胜 	<ul style="list-style-type: none"> · 同舟共济的氛围 · 员工对管理层的信任 · 员工参与公司各项活动的高度积极性 · 公开的相互交流 · 准确真实的财务报表 	<ul style="list-style-type: none"> · 盈利的年度较少，导致员工的薪酬额较少 · 员工将经营计划视为获利手段 · 个人收益与团队业绩间的联系不密切 · 绩效目标不能实现 · 管理者将其视为低工资的补充手段 · 员工只重视短期效应 · 存在一些不可控制的因素

薪酬手段	运转方式	实施背景	成功的条件	面临的危险
突出绩效奖金	<ul style="list-style-type: none"> · 对一些表现突出的典型做出奖励 	<ul style="list-style-type: none"> · 业务发展迅速 · 员工能互相信任、支持，有责任感 · 作为对其他薪酬手段的一个补充 	<ul style="list-style-type: none"> · 良好的业绩表现 · 良好的公司管理制度 · 稳定的交流机制 	<ul style="list-style-type: none"> · 选择性差 · 缺乏互相交流 · 分配不公的可能性较大 · 不能调动绝大部分员工的积极性
机会或收入分享	<ul style="list-style-type: none"> · 会形成一批互相依靠的工作者 · 可以采用工作时间、销售量、研究与开发及科研成果等标准 	<ul style="list-style-type: none"> · 需要利用团队力量 · 员工互相依赖性较强 · 团队能有效管理自身工作 	<ul style="list-style-type: none"> · 团队内部配合融洽 · 管理措施针对团队 · 所有报酬以团队业绩为标准衡量 · 员工信任管理者 · 团队意识强 	<ul style="list-style-type: none"> · 团队可能无力达到最终目标 · 报酬与整个公司业绩可能脱钩 · 团队之间可能会互相倾轧 · 团队间的业绩标准不单一
团队激励	<ul style="list-style-type: none"> · 对达到质量、生产量或其他标准的团队进行奖励 · 根据事先规定的标准分摊利润 	<ul style="list-style-type: none"> · 需要提高质量与产量 · 利润正在缩减 · 强调信息共享与团队工作精神 	<ul style="list-style-type: none"> · 员工信任管理者 · 充足的市场需求，员工之间相互依赖 · 管理者对员工的工作能够及时认可 	<ul style="list-style-type: none"> · 最高管理者缺乏责任感 · 员工参与度不高 · 员工报酬与其努力可能脱钩
目标性个人奖励	<ul style="list-style-type: none"> · 一年一次 · 建立一个以公司业绩为基础的基金向个人发放 · 需达到一定标准才能享受奖励 · 着重于财政措施 · 奖励的分配与公司的绩效目标联系 	<ul style="list-style-type: none"> · 重视业绩 · 重视公司的偿付能力 · 重视经营目标与措施 	<ul style="list-style-type: none"> · 员工为风险爱好者 · 企业文化已形成 · 切实可行的经营目标 · 员工个人对公司业绩有一定影响 	<ul style="list-style-type: none"> · 团队意识弱 · 员工可能对风险收入有抵触 · 没有有效的决策机制 · 公司不能准确地评定个人业绩
计件工资	<ul style="list-style-type: none"> · 按件计算工资 · 根据不同产量水平规定不同的工资率 · 建立业绩与薪酬之间的联系 	<ul style="list-style-type: none"> · 在不强调技能的情况下调动员工的积极性 	<ul style="list-style-type: none"> · 简单和重复性的生产流程 · 工作业绩比较容易衡量 · 互相依赖性小 · 互相配合必要性小 	<ul style="list-style-type: none"> · 员工抵触整个工资体系 · 维持该薪酬体系的成本较高
计时工资	<ul style="list-style-type: none"> · 固定工资（假设产品达到预定的质量标准） · 是一种有保障的收入 · 短期内不发生变化 	<ul style="list-style-type: none"> · 不适用计件工资的情况下 	<ul style="list-style-type: none"> · 管理者与员工的高度责任感 · 有效的工作绩效衡量标准 · 合理的工资结构 	<ul style="list-style-type: none"> · 员工们的创造力可能会冲击该标准 · 员工压力减轻 · 劳动力成本升高

续表

薪酬手段	运转方式	实施背景	成功的条件	面临的风险
主要贡献者计划	<ul style="list-style-type: none"> · 有突出业绩表现的个人（一般在科研开发方面）受到奖励 · 奖励方式除了传统工资方式之外，还有股票等特殊方式 · 员工需等待一段时间才能真正拿到所得奖励 	<ul style="list-style-type: none"> · 业务正在增长 · 强烈需要建立一种创造性的企业文化 · 已经存在这样一种特殊奖励的市场环境 	<ul style="list-style-type: none"> · 管理者能够准确判断哪些是对公司至关重要的员工 · 存在着有利于个人贡献的环境 	<ul style="list-style-type: none"> · 不能有效地选择奖励的受益者 · 没有得到奖励的员工可能会受挫
以竞争能力、知识与技术为基础的薪酬	<ul style="list-style-type: none"> · 以竞争能力、技能和知识等标准来决定薪酬水平 	<ul style="list-style-type: none"> · 发展速度较慢 · 有大批专业的技术性员工 · 需要提高员工管理的灵活性 	<ul style="list-style-type: none"> · 有健全的培训与评估机制 · 对个人而不是对工作进行评估 · 准确的竞争力定位 	<ul style="list-style-type: none"> · 减弱的酬劳与业绩间的联系 · 劳动力成本过高 · 员工的发展机会有限
长期薪酬计划	<ul style="list-style-type: none"> · 以员工猿年到缘年内的表现为基础提供薪酬 · 采用股票期权，给予员工在一段时间内以某一固定价格购买公司股票的权利 · 有些长期激励计划仍然采用现金形式 	<ul style="list-style-type: none"> · 有必要吸引并保留公司内部的高素质人才 · 需要建立一种同舟共济的氛围 · 需要与公司股东加强联系 	<ul style="list-style-type: none"> · 必须建立正确的实施计划 · 员工愿意接受风险 · 管理者与员工互相信任 	<ul style="list-style-type: none"> · 员工的参与积极性可能不高 · 有时会产生酬劳不均的现象 · 竞争氛围较差
工作—生活薪酬	<ul style="list-style-type: none"> · 是一种解决家庭和个人生活与工作之间矛盾的一揽子薪酬 · 主要包括儿童与老年人看护、家庭服务、便利性服务、灵活安排工作时间等 	<ul style="list-style-type: none"> · 人才市场供应紧张 · 员工有此特殊要求 · 有必要建立一种融洽的企业文化 	<ul style="list-style-type: none"> · 准确确定员工们的生活需要 · 互相沟通较密切 · 进行准确的成本效益分析 · 管理者与员工互相信任 	<ul style="list-style-type: none"> · 管理者能力有限，不能有效实施该措施 · 竞争氛围较差
非货币薪酬	<ul style="list-style-type: none"> · 对表现突出者的奖励 · 在员工中树立典型，建立竞争意识 · 可以针对个人，也可以针对团队。奖励包括商品、休假、表扬或公费旅游等非货币形式 	<ul style="list-style-type: none"> · 作为对货币薪酬的一种补充 · 对大多数员工都适用 · 适用于经营目标经常转换的企业 	<ul style="list-style-type: none"> · 必须对员工的成绩及时予以承认 · 必须对已进行的薪酬加以说明 · 公开透明的沟通体制 	<ul style="list-style-type: none"> · 使用过于频繁，进而取代了货币薪酬 · 有时可能会产生薪酬分配不公的现象

（猿）基于员工价值的财务管理

传统的财务管理把员工权利看成是企业的费用，这与当时的经济环境相适应。但是，现代公司的成败一般取决于员工，尤其是一批知识型员工积极性、创造性和负责精神能否充分发挥。为此，就有必要把员工价值最大化作为公司理财的基本目标。员工价值最大化作为财务目标，是将员工价值的增长与公司价值的增长有机结合，使公司价值增长建立在员工价值增长的基础上。为此，首先要转变理念，将职工薪酬概念转化为人力资本概念，从而使企业对员工的付出，不再是费用，而是一种投资。员工在企业中获取的薪酬，是个人人力资本供企业使用的一种回报。这样，员工个人人力资本只有紧紧地依附于企业并积极作用才能实现增值保值，从而使员工利益与企业利益融汇一体。其实，除股东拥有企业所有权这一企业制度外，很早以前，就存在着客户拥有企业所有权和雇员拥有企业所有权两种企业制度。据伯利和米恩斯考察，早在 1832 年，美国公用事业就盛行客户所有权制度。1832 年之前，美国有 1 家企业实行了雇员持股计划，而 1833 年增加了 1 家，1834 年增加了 1 家，1835 年增加了 1 家，1836 年增加了 1 家，1837 年增加了 1 家，1838 年增加了 1 家，1839 年增加了 1 家，1840 年增加了 1 家。尽管他们认为，美国公司股权下放给雇员与客户，是美国当时沉重的联邦附加税带来的后果，但是，这毕竟打破了只有出资人才是公司所有者的传统企业模式，为今天客户和员工成为公司股东提供了很有力的历史证据^①。

人力资本概念引入财务管理意味着传统财务管理“资本”概念将被赋予崭新的含义。大家知道，传统财务理论中的资本主要是股东的，而股东只是企业的出资人。一旦引入人力资本概念，财务理论中“资本”的主要所有者已不是传统意义上的企业“出资人”，而是现代意义上的企业“出知人”，即知识型员工将成为公司资本的主要所有者。在这样的企业制度下，员工是为自己创造价值，员工价值将决定企业价值，员工价值能否得到保证，直接决定了企业能否实现可持续发展。必须看到，这样的企业制度不会从企业成立伊始就存在，它只是企业发展到一定阶段，知识型员工已成为公司价值创造的核心力量时才会出现。因此，员工价值成为公司财务的基本目标，必须经过一个过渡期，把企业由传统的财务原型逐步转化为知识资本型。在国外，一般的做法是从每年税后净利中，拿出一定份额奖励给知识型员工以一定价格购买公司原有的股份，被购买的股份强制老股东等份转让。这样，只有不断地成为公司的知识型员工，才能不断地扩大新股份，保住老股份，从而最终使拥有公司股份的所有者都是知识型员工。当公司完成了这种转换，员工价值最大化作为财务目标就成为一种必然的选择。

以上我们分别考察了出资人、客户、员工这三个公司价值的基础，并描述了这三个价值主体在公司的权利表现。总括而言，出资人价值最大化是现代公司的一个经典模型，它蕴含着现代公司治理的全部命题。因为，出资人高度分散后，如何保证公司控制权完全掌握在一部分非出资人（经理）或极少数出资人手中后，公司

^① [美]阿道夫·A·伯利、加德纳·M·米恩斯：《现代公司与私有财产》，甘华鸣、罗锐韧、蔡如海译，北京，商务印书馆，1994 年。

还以全体出资人价值最大化为经营理财的出发点和终点，是现代公司发展中的悬而未决的一大难题。毫不夸张，现代公司产生的所有问题，究其根源，都是源于所有权为多数人拥有但经营权为少数人控制。将来财务即使转型为客户与员工价值最大化模型，这种多数人利益与少数人利益的矛盾还是存在的。可以认为，只有解决好这种多数人与少数人利益的矛盾问题，现代公司及财务管理才有真正成功的希望，才真正有可能实现企业的可持续发展。公司治理，正是试图解决公司成长发展中这一根本问题而产生的一种制度，我们应从这一战略高度来定位并在实践中重视公司治理制度的建设。

灑投资者利益、客户利益、员工利益在一般现代企业中的关系

目前，大部分公司可以说既不是单纯的投资者价值模型，也不是单一的客户价值或员工价值模型，而是三种价值模型交织在一起的混合模型。现实中的投资者、客户、员工价值三者之间的关系如图 员-猿所示。

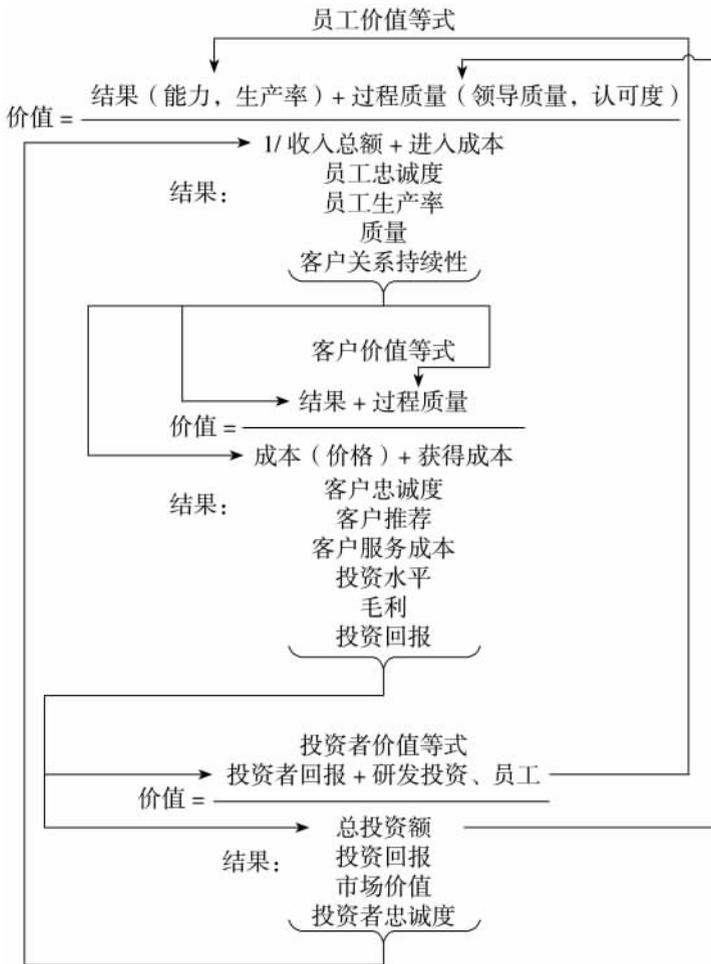


图 员-猿 投资者、客户、员工价值混合模型

人性假定与公司治理的行为准则

如上所述，公司虽然是法人，但公司实际运作过程中各种权力的行使却都掌握在自然人手中。尽管我们已明白法人具有法人财产权，这种财产权表现为投资者一旦出资后，不得对企业具体资产的使用指手画脚，只能通过股东大会、董事会等方式来表达自己的意愿。公司的法人财产权，主要包括以下内容：一是公司对全体股东出资形成的全部资本及相应的财富享有财产所有权；二是公司依法享有他物权（如担保物权）；三是公司按照合同约定所享有的债权；四是公司依法享有具有财产内容的知识产权。公司法人财产权只是规范了出资人与企业的关系，但这些法人财产权的行使，又会落到掌握公司实际控制权的经理手中。如此看来，公司法人的权益其实都是由自然人行使的，公司权益的维护离不开自然人的能动作用和积极负责精神。公司治理，可以说是为了保证各自然人真正地对公司权益切实负责而相应建立的一整套制度。公司的权益尽管有很多复杂的内容，但归根结底，最核心的应该是公司的可持续发展。公司治理就是要让每位自然人都能按公司可持续发展的要求去从事经营及决策。但是，每位自然人的需求和动机及道德素质均不相同，如何让这些不同类型的自然人自觉地遵循公司治理的基本原则，是公司治理所要解决的一个根本问题。为此，公司治理就有必要熟悉并尊重自然人的心理特征和行为习惯，研究自然人的的人性特征，揭示对公司治理有指导意义的占主导地位的人性特征，从而制定公司治理准则，在实践中努力提高公司治理的有效性。

人性假定

研究自然人的的人性特征，理论界有很多的成果，例如，“曾 赠”的人性假定、“扎”理论人性假定、“需求五层次”理论，以及“社会人”假定。下面我们转引詹森（James M. Jensen）与麦克林（William G. Meckling）成文于 20 世纪 60 年代的一篇有关人性假定的研究成果，作为制定公司治理准则的一个理论依据^①。

无论对私有机构中创造利润的公司、非营利性企业，还是以为公众利益服务为目的的政府机构，理解人类活动的规律对于理解组织如何运作，都是至关重要的。经理人员、科学家、政策制定者与公众的诸多政策分歧主要是来自（通常是潜在的）对人性——对人性中实力、脆弱性、智慧、无知、忠诚、自私、慷慨与利他主义理解上的分歧。

任何人性模型的有效性都取决于它解释一系列社会现象的能力，对这些模型的验证则取决于它与我们所观察到的人类行为内在一致性程度的高低。一个模型如果只在很小的地域内，或只在很短的历史时期内，或只对从事特定行业的人们进行解释，那么这一模型就不是很有有效的。由于这个原因，我们只能利用有限的普遍特征去刻画人类行为。

我们的脑子中都有一个人性模型，并且每天都在运用它。例如，我们都理解人

^① [美] 小唐纳德·勾援丘：《新公司金融——理论与实践》，朱攀等译，北京，中信出版社，2006

们愿意在他们想得到的东西中做出取舍与权衡。我们的配偶、合作者、小孩、朋友、同事，甚至是陌生人都能够做出事物间的取舍替代（取舍替代）。我们可以提议在星期六到外面吃晚餐而不是去听音乐会。我们可以提议用自行车代替立体声收放机作为生日礼物。一个雇员如果在下个星期能够把工作补足的话，我们就可以让他今天早点儿下班回家。

以下缘种不同的人类行为模型，是在社会科学文献和公众讨论中得到广泛引证的（尽管通常并没有明确指出和说明）：①足智多谋的、具有评估能力的最大化模型（足智多谋的、具有评估能力的最大化模型）；②经济（或货币最大化）模型（经济（或货币最大化）模型）；③社会学（社会牺牲品）模型（社会学（社会牺牲品）模型）；④心理（或需求的分级结构）模型（心理（或需求的分级结构）模型）；⑤政治（理想代理人）模型（政治（理想代理人）模型）。

下面分别进行介绍：

（员）足智多谋的、具有评估能力的最大化模型

第一个模型是足智多谋模型，即足智多谋的、具有评估能力的最大化模型。尽管这一术语是新的，但概念却不是新的。足智多谋是四十年多年来经济学、其他科学与哲学等诸多学科研究与争论的成果。我们可以加入许多细节来丰富其叙述性的内容。

定理 员：每个人都事事在意，都是评估者。

①每个人几乎都是事事在意的，知识、独立性、他人的困境、环境、荣誉、人际关系、地位、上司的赞赏、团队规范、文化、财富、管理规则、天气、音乐、艺术，诸如此类。

②足智多谋总是愿意在物品之间做出权衡与替代。每个人都很愿意放弃任意充分少的物品（橘子、水、空气、住房、忠诚或安全）来换取某些充分多的其他物品。更进一步说，评估是个相对的过程：随着某一特定物品享用的增加，从中得到的评价相对于其他物品是递减的。

③个人偏好具有传递性——如果偏好 粤胜于偏好 月，并且偏好 月又胜于偏好 悦，那么偏好 粤胜于偏好 悦。

定理 圆：每个人的欲望是无穷的。

①如果我们把足智多谋能确切地进行评估的事物称为物品，那么人们会偏好更多的物品。物品可以是指任何艺术品甚至伦理规范。

②足智多谋不能够得到满足。人们总是渴求得到更多能属于他们的实实在在的物品，诸如艺术、雕塑、城堡，甚至是金字塔，或一些无形体的物品，诸如孤独、友谊、忠诚、尊敬、爱情、名望，甚至不朽。

定理 猿：每个人是最大化者。

人们为了能够享受到尽可能最高层次的价值而行动。在满足自己欲望的过程中，每个人总是受到约束的。财富、时间与自然法则都是对任何个人可获取的机会

产生重要影响的约束条件。对各种物品与机会认识的有限性也约束了每个人的行为，并且他们对物品或行动路径的选择也反映了获得评估这些选择所必需的知识与信息的成本。

机会集的概念对每个人所能获得的价值水平进行了限制。对于个人来说，机会集往往被认为是给定的或外在的。经济学家倾向于把它当作是财富或收入约束，以及个人可以购买物品的一系列价格。但是个人的机会集可以归纳为他在每天 8 小时或一生中活动的集合。

定理 源：每个人都是足智多谋的。

每个人都具有创造力。他们可以构想出自己所处环境的变化，预测出由此带来的结果，并且创造出新的机会去回应这些变化。

尽管自身知识与外界情况的限制使人们的机会集在一定时间内是稳定的，不过这一限制并非是不可改变的。人类不不仅能够认识新的机会，也能够通过足智多谋、富有创造力的活动以各种途径去扩展自己的机会。

很多事例表明，人们似乎总是很乐意去牺牲自己已拥有的一部分物品，甚至是名誉与道德，去换取其他数量足够多的人们愿意得到的物品，并且这些物品并不一定是指金钱或其他有形物品。因此，人们做出权衡与取舍（几乎在所有可想象的空间）的事实就意味着不存在人们所说的“必需”的事情，而仅仅只有需要、欲望，或经济学家所说的“需求”。如果某一物品很昂贵，那么对它的需要、欲求、需求会比当它的价格低廉时要少得多。这表明制度建设和强制约束那些为社会文明和道德所不容的行为是多么的重要。在对这一问题的理解上，仅依靠伦理价值及道德训诫是远远不够的。这是 砸烂人性假定给予我们的启示。

（圆）经济（或货币最大化）模型（人类行为的经济模型）

经济模型是 砸烂模型的简略版。在这个模型中，每个人都是评估者和最大化者，他所关心的只是货币收入，是短期货币收入的最大化者，而不会去考虑他人、艺术、道德、爱情、尊重或诚实等等。在其最简略的形式中，经济模型把人们刻画为：无论能获得多高的资本回报率，他们也是不愿意把现金转化为未来货币收入的。

当然，经济模型不像一个人类行为模型那么有意义。在很大程度上，这个模型反映了经济学家在建造模型时追求简单化的想法，对唯一追求财富或货币收入的人群建模当然要比对有着实际偏好的复杂个人建模容易得多。因此，那些非经济学家常常用这个模型作为利剑以使经济学家颜面大失，他们嘲笑经济学用途的有限性，因为经济学家只是考察人类行为的唯一特征：追求金钱的贪婪性。

（猿）社会学（社会牺牲品）模型（人类行为的社会学模型）

在社会学模型中，人类被认为是其文化环境的产物。人类与蚂蚁、蜜蜂一样，都不是评估者。他们循规蹈矩，他们的行为是由他们休养生息的环境中的（宗教）

禁忌、风俗、道德观念、传统所决定的。在这个模型中，人们常常被视为是社会的牺牲品。这一观点在许多地方得到了广泛的认同。

与社会学模型相反的是，**博弈论**模型认为人是评估者，**博弈论**模型承认风俗与道德观念会对人类的行为产生重要的限制作用，那些违反了风俗与道德观念的人们会招致多种形式的损失。

必须承认，任何时候，社会惯例、风俗与道德观念在决定人们的看法与行动上都是起着重要作用的。它们对教学、学习、纪律以及对一个团体、组织或社会中的成员的奖惩都有着重大的影响力。如果一个团体或组织要得以繁荣发展（而且实际上，社会本身要得以不断进步），人们面对机会集所隐含的成本与收益要进行权衡，这些文化惯例或价值必须随着人们权衡后所采取的近似最优的行为做出相应的调整。

知识与技术的变革，以及环境的变迁改变了人们的机会集。因此，利用**博弈论**模型模拟人类行为的科学家应该预测出那些知识、技术与环境上的变化，因为这些变化会改变大多数人行为的成本与收益，从长远来看，这些变化又会促使社会风俗与道德观念发生变化。相反，社会学模型不能为社会科学家对社会风俗、道德观念、（宗教）禁忌和传统的变化提供解释。

因此，**博弈论**模型与社会学模型的关键区别就在于，前者认为文化的因素能在人类的行为中得到反映，而后者则认为文化因素决定人类行为。如果像社会学的模型所说的那样，人类行为完全是由文化交流、适应、融合的过程所决定的，那么人类的选择、意志与自觉的调整都是毫无意义的了。如果人类几乎不具有创造力，没有评估能力，仅仅模仿他们所见到的，做着让他们去做的事情，我们难以想象能发生多少社会变化。

在**博弈论**模型看来，风俗习惯与道德观念的进化就是人类面对各种行动的成本和收益时采取最优行为方式的习惯、不容置疑的信念与信仰的反映。当各种行为所带来的成本与收益发生变化时，人们就面临着在新的最优行为与那些为传统所接受的陈规陋习之间做出选择。在这种情况下，就发生了社会冲突。如果新的行为确实是最优的，那么人们将会通过经验、教育以及人类生命的新陈代谢逐渐地把新的行为吸纳到文化中去。

让我们来看看**柯达**公司高层管理人员废除沿袭已久的（并且为人们所拥护的）终身雇佣制度所带来的经济现实与文化价值之间的冲突吧。美国大公司中的终身雇佣制度从**20**世纪**30**年代开始，到**20**世纪**80**年代重组浪潮，一直得到了很好的保持，并且成为一种社会的期望——一种隐性的契约。那些靠解雇员工的策略来保持盈利水平的高层行政人员（一般来说，只有在面临破产与倒闭的时候才可以解雇员工）即使没有受到他们所在社区的驱逐，也饱受媒体的严厉批判。

尽管在**20**世纪**80**年代，重组浪潮中批评解雇员工做法的社会舆论不断，为了增强全球竞争力，美国公司不得不承认，终身雇佣制度不是加强，而是削

弱了公司的活力。由于终身工作保障是如此的根深蒂固，公司要调整它们是非常艰难的。同时，在产业生产能力长期过剩与效率低下的情况下，那些在传统上比美国同行更注重终身雇佣制度的日本与欧洲公司也不得不重新考虑这一政策了。

在一个组织中，人们共同的信念、意见、习惯和价值观是成功或失败的关键因素。尽管在任何时候，组织中的文化是那些有价值的变革的主要障碍，但它也可以随着时间的推移，在人们自觉的相互协调的行动下逐渐演化。一个组织中，人们的价值观使其不断地对那些受表彰的行为做出积极的反应，而对那些受到惩戒的行为做出消极的反应。人们也会对那些选拔性政策做出反应，而这些政策就是培养公司员工，使之具有与管理者所偏好的文化相一致的价值观与意见。

因此，社会学模型作为一个论述人类行为的理论体系是有严重缺陷的。它几乎只关注文化的连续性，而不能对人类行为在任何时点上无穷的变化做出描述。它也不能对诸如节育技术与其他技术的进步所引起的人类行为的急剧变化做出解释。这一模型同样无视个人与组织面对不同行为进行选择时深思熟虑的过程。

（源）政治（理想代理人）模型（人类行为的心理学模型）

心理学模型是社会模型更进一步的进化。和 碓碓碓模型一样，在这个模型中人类是足智多谋的，他们关注并有需求与激励动力。但是个人需求在本质上被视为是绝对的，各项需求之间几乎是相互独立的。因此，替代或权衡不是个体行为的一部分。实际上，这里的个人行为就是我们在前面所批判的“必需”。

心理学模型最有名的系统论述，是马斯洛（~~配齐~~）在 1954 年提出的人类需求层次论，即人类需求从高到低分别是：生理需求（食物、水）、安全、爱，以及自我实现。

与 碓碓碓模型不同的是，在马斯洛需求层次理论的模型中，人们是不愿放弃任何食物去换取任何有保障程度的安全的，除非他们的食物需求已经能够得到完全的满足，他们才会去考虑安全这一需求。马斯洛与他的追随者的观点混淆了两种完全不同的事物：个人在财富给定的情况下是如何在可替代的物品之中分配财富的，以及个人的分配行为随着财富的上升将如何变化。

此外，现在有足够的证据表明，人类的行为是与马斯洛的需求层次理论模型相矛盾的。我们可以看到：宇航员、滑雪运动员与赛车手为了得到财富、声誉以及刺激而去从事那些很危险的职业；诗人、艺术家以及宗教领袖放弃了物质享受，致力于心灵的探索或艺术事业。不难看出，这些追求近似于自我实现，而不是生理上的享受。

与社会学模型一样，心理学模型在研究社会现象时也不能为人类行为提供令人满意的解释。当然，马斯洛的模型也有可取之处。随着财富的增加，人们将会如何

分配 1000 美元的增加值？马斯洛的模型对解决这类问题还是有用的。人们越是富裕，把财富增加量花费在生理方面需求上的就会越少，而花费在马斯洛模型中更高等级的需求上的就越多。但是，马斯洛模型在解释此类问题时，还是会陷入困境，因为无论人们处于怎样的财富水平上，他们都愿意去牺牲任何物品的一部分去换取其他物品足够多的部分。

因此，尽管马斯洛人类需求种类的排序模型力图去描述支出是怎样随着财富的增加而变化的，然而它既不是等级标准，也不能描述需求。心理学的模型预测，如果任何物品的成本上涨，那么个人必将会减少在最高级物品上的花费。很清楚，这一反应行为是与真实的消费者行为相矛盾的。当一种物品的价格相对于其他物品的价格上涨时，消费者必将会减少对这一价格上涨的物品的消费，而不是减少那些在马斯洛模型中最高级别的物品的购买。

（缘）人类行为的政治模型

在某种意义上，政治模型中作为足智多谋的、具有评估能力最大化的个人被认为是基于他人，而不是自己的偏好去做出评估与最大化行为的。与 砸砒砒 模型不同的是，这里的个人是理想代理人，他追求公众利益的最大化，而不是自己福利的最大化。

对利他主义模型与政治模型加以区分是很重要的。利他主义就是愿意为他人的利益而牺牲自己的一部分物品、时间或福利的行为。利他主义者的行为并不与政治学模型相符。因为他们有自己的偏好，他们不可能是理想代理人。一个理想代理人就是能够为授权人的偏好而进行最大化行为的选择，如果必要的话，他是可以牺牲自己的利益的。在雇主的吩咐下，他能从救护鲸鱼、照料穷人、修理电脑或在当地管弦乐团的音乐演出中得到自我满足。

使得政治模型备受推崇的逻辑实际上是很简单的，尽管它是经不起详细审查的。只要个人出于自己利益的行动没有带来的“理想”的结果，那么政府就会插手。如果欺诈性广告误导了消费者，那么政府必将规范广告业；如果出售对消费者有害的产品，那么政府就会对消费者的产品安全进行监管。如果消费者不了解租赁合同中的术语，那么政府就会规范这些合同中的用语。

上述命题的致命错误就在于，它们假定只要有政治家的干预，就能够取得理想结果。也就是说，他们能代表公众的利益去行动。那些赞成政府干预的人们单纯地认为，政治家是能够并且也会去代表选民的利益的，但更多情况下，事实却不是这样的。

政治模型（或称理想代理人模型）在私人机构的管理层管理他们的雇员时得到了广泛的运用。公司管理层常常希望人们是理想代理人而没有自己的偏好。如果一个公司中的经理做出了不当的决策，那么问题就出在工作中存在“害群之马”，因此应该把这个经理解雇而代之以新的经理。告诉这个新的经理（被认为是理想代理人）你想做什么，接着就等待结果的出现。相反，运用 砸砒砒 模型的管理层将会预测这个经理是否具有适当的才干和接受过专业的训练，他们认为问题的真正

根源在于组织结构与激励机制。因此，解决这一问题的方案是，不去解雇经理，而是去改革组织政策。一个好的公司制度，就是要使经理无法从有损组织的行为中获得任何好处，经理的各种利益满足只能从公司价值创造中实现。要解决这一问题，就要实行公司治理。

我们已经论述了 砵砵砵 模型的解析性功能，这个足智多谋、具有评估能力、最大化的人类行为模型优于文章论及的其他所有模型。说句实话，每一个模型都只抓住了人类行为的一方面，而 砵砵砵 模型则能够结合每一个模型的优点。

从经济模型中，砵砵砵 模型采纳了人类是足智多谋的利己的最大化者的观点，而抛弃了人类仅仅关注自己的货币收入或财富的命题。

从心理学模型中，砵砵砵 模型采纳了各种物品需求的收入弹性有着一定的调整能力的观点。但是，在接纳这个修正后的需求等级的概念时，砵砵砵 模型并没有像心理学模型那样因为假设人们有“必需”而否定了替代的原理。

从社会学模型中，砵砵砵 模型采纳了社会让那些违反社会准则的人们付出代价，从而影响到人们的行为的观点。但 砵砵砵 模型同样认为，如果违反社会准则能带来足够高的收益的时候，人们往往会违反社会准则。实际上，这就是社会发生变化的原因。

从政治模型中，砵砵砵 模型采纳了人们具有利他主义的可能性，他们在使自己的福利最大化的同时也关心考虑到他们利益的观点。但是，砵砵砵 模型否定了人们是理想代理人的观点。

尽管 砵砵砵 模型的运用形式多种多样，但是这一不断壮大的研究传递出一个共同的信息：无论政治家、经理人员、学者、自由职业者、慈善家还是工人，他们都是足智多谋的具有评估能力的最大化者。他们对环境所提供的机会做出创造性的反应，努力解除阻止他们去做自己所想的束缚。他们所关心的不仅仅是金钱，而且还是尊敬、荣誉、权力、爱情，以及他人的利益。我们的社会以及包含其中的组织所面临的挑战就是，如何建立一个游戏规则和教育工作者程序去激发、指导 砵砵砵 们的创造性智慧，把我们稀缺的资源有效地加以利用。

公司治理准则

公司治理是全社会所有公司共同面临的难题，因此有必要在社会范围内统一明确所有公司在治理方面的一些基本要求、做法及必须遵循的原则，由此产生了公司治理准则。一般而言，现有的公司治理准则主要明确以下问题：董事的权力和股东的权利、董事会的作用和义务、董事会的结构及董事会决策原则、董事的薪酬及其与业绩的关系、财务报告与审计、内部控制和风险管理、股东的作用以及董事会与股东的关系、伦理道德与社会问题及公司的社会责任。可以看出，现有的公司治理准则主要针对股东价值最大化的公司模型。公司治理集中关注公司权利的归属及应用，包括：在公司里谁拥有决策权？执行的权力和采取的决策代表着哪些人的利益？这些权力的执行是否恰当？各种利益相关者的权利是否得到体现及如何体现？

如何切实保护公司利益相关者的权利？

经济合作与发展组织（OECD）作为一个权威性的国际组织，于1995年在全球范围内率先发布了影响极为深远的《OECD公司治理原则》，并于1999年对其加以修改充实后进一步明确公司治理的一般原则。这一原则大体包括六大方面：确保有效公司治理框架的基础；股东权利与关键所有权的功能；平等对待股东；利益相关者在公司治理中的作用；信息披露与透明度；董事会责任。这一原则为世界范围内公司治理原则的确定提供了可资借鉴的框架和基调。

作为现代公司主要发源地的英国，虽然没有明确地提出公司治理准则，但早在1964年，就发表了世界上第一份研究公司治理原则的文件——《卡德伯里报告》（Cadbury Report），提出了公司治理的最佳做法，并在1985年颁发，于1998年修订了《公司治理联合准则》，对公司治理提出了具体要求，包括：

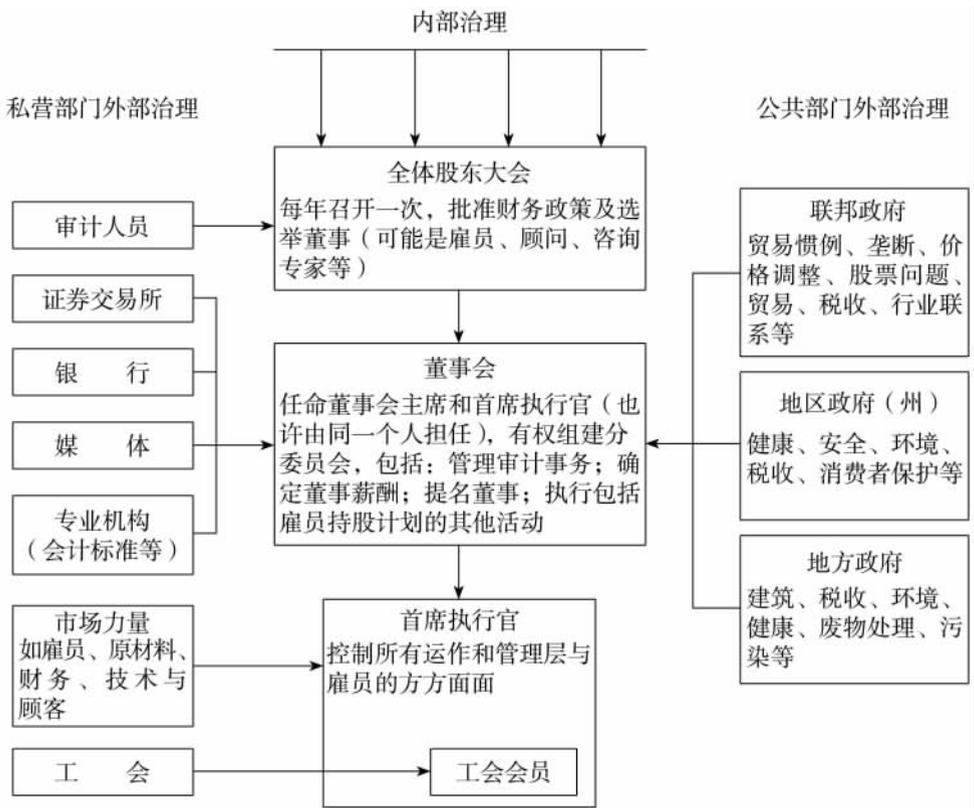
- 至少半数以上的董事会成员应该是独立执行董事；
- 一个公司的首席执行官不能同时担任同一个公司的董事长；
- 董事长的任命应该是独立的；
- 公司股东可以任命高级独立董事；
- 董事会应当对自己的绩效采取正式和严格的评价方式；
- 机构投资者在评估投资对象的治理状况时，应当避免采用简单判断对错的方式；
- 公司在招募新董事时，应采用严格、正式、透明的程序；
- 非执行董事只能在工作3年后才能重新任命，并要经过“独立严格审核”；
- 非执行董事继续任职必须在工作5年后；
- 排名前10位公司的董事会不应当同意一个全职董事同时接受多于一个的非执行董事或董事长职位；
- 高管人员的薪酬应与公司和个人的绩效相关。

在美国，1933年的《联邦证券法》对公司的市场透明度及应提供的财务信息提出了强制性要求，但对公司董事会的功能并未产生多少影响，只是1993年苑月颁布的《萨班斯·奥克斯利法案》，对董事会承担的信息披露及内控责任做出了严厉的规定，才引起了公司对其治理问题的普遍重视。

在中国，对公司治理问题的认识较晚。1993年1月，中国证监会颁发了《中国上市公司治理准则》，对中国上市公司的股东与股东大会、控股股东与上市公司、董事与董事会、监事与监事会、绩效评价与激励约束机制、利益相关者、信息披露与透明度等提出了明确的原则性要求。对于中国的国有企业，试图通过建立外部董事为主的董事会制度逐步完善了中国国有企业的治理结构。

獠公司治理的基本框架

在世界颇有代表性的英美企业形成了盎格鲁—撒克逊式公司治理框架（如图5-1所示）。



图员—源盎格鲁—撒克逊式公司治理结构①

公司 公司 公司治理对象的基本特征

公司 公司 企业与利益相关方关系分析基本框架

如果我们把公司看作是各种契约的联结节点，那么，公司治理就是为了解决这一联结点上面临的两个令人头疼的问题：联结的稳定性（时间）和联结双方的切实履行承诺（诚信）。在这一过程中，有四个因素影响这种联结的稳定性和践约性。这四个因素分别是期限、回报、损失风险和控制。

期限是指契约关系的时间长短是固定的和事先确定的。时间越长、事先越明确，企业契约关系就越稳定，相互信任和负责的可能性就越大。回报指一方从契约关系中获得任何东西。很显然，回报越高、越确定，契约关系越稳固。损失风险就是契约关系双方所面临的各种不利影响的可能性，不同的自然人对风险的敏感程度是不一样的，但对损失的敏感却是共同的。一般地，损失风险越大，契约双方中途毁约的可能性就越大，这种契约关系就具有高度的不稳定性。控制是指契约双方

① [美] 罗伯特·蒙克斯特：《公司治理》，李维安译，北京，中国财政经济出版社，源源

在多大程度上对公司拥有决策权。控制权的配置决定了企业契约各方关系的稳定程度，也决定了契约各方的相互信任程度。在这里，实现权、责、利的对称匹配，并在公司契约关系网中保持应有的透明度，是实现公司契约关系长期稳定的关键。

1. 股东与企业

1.1 期限

股东与公司的关系在期限上几乎是开放的。股东只是公司的“红颜知己”，而绝不是“患难之交”。很少有股东会与企业共患难。企业迅速发展，股东会大量涌入，但一旦有什么“风吹草动”，股东可能是企业利益关系各方中“溜”得最快的一方。这一点在上市公司中表现得特别明显。对于上市公司的股东，特别是那些自然人股东，他们主要看中的并不是企业的长期发展，而是股票价格的大起大落，以便赚取大额的差价。但在家族型企业或非上市公司中，股东离开企业的现象就较少。这里既有权益认同的原因，也有其股权转让不如上市公司股票买卖那么便利的原因。显然，上市公司股东恶炒公司股价的行为，既对上市公司发展不利，也对证券市场的有效性产生了严重的破坏。为了克服股东的这种缺陷，证券市场大力发展了机构投资者。机构投资者为中小投资者提供分散风险、理性投资的手段，它代表中小投资者们的利益，将他们的分散投资集中起来进行投资和管理，以追求投资收益的最大化。在中国，典型的机构投资者就是各类证券投资基金。机构投资者一般由职业操守良好、业务素质较高的证券投资人士（如基金经理）负责基金的投资。基金经理投资前，一般要听取专业分析机构的意见，并对拟投资的上市公司从多个层面进行分析，尤其关注公司长远发展的基本面，从而促使公司更关注长期经营的成功。机构投资者通过投资运作，给一些急功近利、短期化行为的公司发出了强烈的信号，督促其改变经营理念，更多地注重公司的持续发展。

1.2 回报

在回报方面，股东在公司可取得两种回报：每年公司的现金分红及卖出股票时所取得的资本利得或损失。不同的股东对两种回报的态度有所不同。有些股东看重现金分红，“两鸟在林，不如一鸟在手”，他们不愿把利润留在公司里用作发展。而在实践中，经营者们也暴露出了不愿分红，想尽可能多地占用公司现金支配权的倾向。这一问题更加剧了股东对公司的分红要求。显然，这样的关系使股东与经营者双方的信任日趋淡化，更不利于公司的可持续发展。为了解决股东片面强调现金分红而经理设法不进行现金分红的矛盾，现代财务理论提出了“自由现金流量”的概念，用于协调股东与经理在公司实现利润后是否应进行现金分红及分多少现金红利这一问题的对立关系。所谓自由现金流量，就是公司当年实现经营活动现金净流量，扣除来年资本性支出的必要数额后的余额。自由现金流量为协调股东与经理在现金分红问题上的矛盾提供了有效的工具，成为判断一个公司现金分红是否恰当合理的一个标准。

1.3 损失风险

损失风险方面，股东回报具有高度的不确定性。如上所述，股东回报包括每年

现金分红及股票变现时的价差。其实在实践中，股东回报还包括一种期望或比较差额。例如，两个股东投资两个公司，甲股东投资 员圆元从甲企业得到现金分红 员圆元，而乙股东投资 员圆元从乙企业只得到了 苑元的现金分红。那么，乙股东有理由认为自己无形之中损失了 猿元的现金收入。同理，粤股东投资 员圆万元购买 粤公司的股票，半年后取得股票差价 员万元，而 月股东同样投资 员圆万元，购买 月公司的股票，半年后赚得股票差价 圆万元，则 粤股东肯定认为自己投资 粤公司损失了 员万元。当然，一个股东判断自己投资的完全损益，还可能以全社会股东的平均收益水平来估算。上例中，若社会平均年现金分红是 员缘，所有公司股票半年平均涨幅 猿缘，则甲、乙股东与 粤 月股东都可能认为自己投资亏了（表现为少赚钱）。其中，甲、乙、粤 月分别亏了 缘元、愿元、圆万元、员万元。当一个公司发展极不稳定，或者公司虽然基本面很好，但缺乏应有的透明度，投资者根本看不清公司时，股东与企业的关系就变得不稳定了，股东对企业的各种猜测便会油然而生，从而给公司理财带来意想不到的负面影响。正因为如此，对上市公司的信息披露，国家制定了严格的规定，从而强制要求上市公司必须向社会公开有关信息。在实践中，一些公司意识到信息透明的价值，会在法规要求披露信息的范围之外，自愿披露一些对投资者正确认识公司有用的信息，从而减少股东对公司损失风险的误判，稳定公司与股东的关系。

灑附控制

股东在公司里有没有真正代表其利益的人，对公司与股东的关系会有很大的影响。若股东本身就是大股东，在选派股东代表、决定董事和总经理、聘请独立董事及外部审计机构等方面拥有绝对的话语权，那么，该股东与公司的关系就很稳固。而且该股东一旦发现其他股东试图危及他的这种“大股东”地位，就会运用各种手段（如毒丸计划）设法保护自己的这种地位。在现代公司，实际控制权事实上一直掌握在大股东手里，中小股东利益的保护就成了证券场所要解决的一个难题。建立独立董事制度，强调董事会中设立更多的外部董事，可能就是为减少大股东对中小股东利益的侵害。但在另一种情形下，股东已完全把公司控制权交给经理们行使，则会产生严重的代理问题，从而使全体股东利益得不到应有的保障。为了激励经理尽心尽力地为全体股东谋利，现代公司设计了对经理们极具诱惑力的薪酬与股票期权计划，即通常所说的“金手铐”，使经理们的利益与股东利益更为一致，从而在公司与股东关系的稳定上发挥一定的积极作用。而机构投资者的兴起，也大大减少了公司的代理行为，经理们也开始意识到吸引更多的机构投资者成为自己企业的股东，已成为衡量一个上市公司好坏的重要标志。而若能做到这一点，必须自觉地按公司制度的要求善待股东，使机构投资者都成为积极的投资者，鼓励其关心、关注、支持公司的经营发展，让其享有充分的知情权、决策权和查询权，从而让股东对企业越来越放心，这样公司与股东的关系就牢靠了。

由此可见，公司与股东在期限、回报、损失风险及控制这四个要素上存在着利益摩擦，而且不同性质的股东及与企业利益相关的其他方，在这四个方面也存在着

不同的心态和看法，从而使公司与股东的关系也变得较为复杂和微妙，这直接影响着公司的可持续发展。因此，在协调公司与股东的关系方面，公司治理需要做的工作有很多。

1. 债权人与企业

1.1 期限

公司债权人一般有三类：经营交易债权人，如应付货款债权人；机构贷款人，如银行借款债权人；公司债券持有人，即应付债券持有人。从期限来分析，以合同方式产生的债务责任总是有指定的还款日期的。当然，还有一种特殊负债，即企业利用透支来短期融资，但这绝对是短期的。如果公司财务管理能力较强，对外经营的商品与服务较多，有众多的客户和供应商，那么合理利用商业信用会使公司形成一笔经常占用的短期负债。例如，公司的应付账款大于应收账款，这个差异就意味着企业取得了一笔短期不用归还和付息的负债。若公司能合理安排供应及付款，企业就可能形成一项经常性的短期负债，这一数额还比较稳定，是企业基本上不用考虑还款和支付任何利息的负债。这些负债会降低公司的财务费用。企业也可以出于降低融资成本的考虑，将长期负债短期化，例如，两年期借款可变成一年借一次，或半年借一次，这样可大大降低利息开支。

不过，公司负债中还有一种期限可能不确定的负债。例如，可转换债券规定多少年到期后企业以约定利率付息并还债，债权人也有可能把企业债券以一定折价比例转化为一定数量的股票。这样债权就转化为股权，从而具有了股权无期限的特征。

1.2 回报

从回报上看，债权人的回报非常直观：利息，这是毫无疑问的。但应看到，债权人往往还有一种更重要的回报：业务或关系。例如，企业向某银行借钱，该银行答应借款的条件是结算业务或存款业务都交由该银行办理，或者银行放贷给企业，企业会在一些其他方面回报银行，如解决其职工家属子女的工作问题、以较低的价格向其销售公司的产品、是其对公司紧俏商品具有优先购买权等。企业与债权人的关系并不单是一种借贷关系，很可能还是一种商业伙伴关系。因此，对债权人在公司债务问题上的回报，要作通盘考量。同时，付息的标准很可能是一个浮动的价格，这样回报不但要考虑时间，还要考虑数额。例如，银行透支如果在规定时间内补上就可不付利息或少付利息，超过时间企业会承受高昂的利息支出，而且银行透支是有额度限制的，超出额度透支，公司会承受奇高的利息开支。在中国，银行商业化程度还不高，历史上赋予银行的国有企业的身份短期内很难消除，企业得到银行贷款，不只是一种商业行为，还可能是一种非经济因素作用的结果，亏损企业用银行贷款支付职工工资就是一例。这表明，中国企业债权回报是个非常特殊的问题，有时很可能债权会面临与股权一样的风险，即银行的贷款很可能成为不良资产，贷款企业永无还款能力，除非破产清算，但破产清算在中国目前还不是一种简单的企业行为，银行对企业清算还债的要求往往难以兑现。

损失风险

损失风险在中国企业表现得尤为突出。虽然企业在负债时已做出了明确的还本付息的承诺，但这种承诺会随着时间的延续、条件的变化而无法兑现。就国际惯例而言，一个公司的经营性负债，特别是商业负债的支付期绝对不能超过一年。对于超过一年的应收账款，债权人一般可全额计提坏账准备，但目前我国《企业会计制度（~~准则~~）》规定，对于三年以上的应收账款，企业才可以百分之百计提坏账准备。其实超过约定还款期的负债，逾期越长，债务人还款的意识会越来越淡薄，若逾期太长，催收欠款会非常困难。因此，出于对损失风险的担心，中国商业银行对企业借款的要求越来越苛刻，这导致了企业间频繁相互担保去贷款。其实从全社会角度看，这样贷款的风险非但没有降低，反而上升了。因为这种做法很有可能使个别企业因支付能力不足而使多个企业产生偿债危机，从而扩大了企业支付能力不足的危害面。

控制

从控制的角度看，债权人为了规避公司资金流动性不足的风险，除了在发生债务交易之前对负债企业进行严格的信用评估和审查外，还要求企业提供相应的质押、抵押或担保，同时还对负债是否按借款用途使用实行严格的监督。但是，中国是一个很讲人情关系的社会，政府与市场的关系尚未完全规范，一些债权管理规范在实际执行时或多或少地打了折扣，使得制度层面貌似严格的控制措施，在实践中变得形同虚设而无法发挥作用，最终债权人往往成为“弱势者”。且一个银行有很多的客户，银行因客户的分散化而放松了对每一个客户的严格监管，从而削弱了债权人对企业应有的控制。此外，银行的专业人士在业务素质和专业能力方面可能存在着不足，银行监管人员根本不了解一些客户的生产经营活动，而且个人一些蝇头小利的满足可能使其对客户的风险视而不见、见而不报，甚至由于缺乏专业知识在贷款合同签订时就为银行埋下了增加不良资产的祸根，在实际贷款合同的执行中，也无法准确地进行风险评估，最终的结果只能是银行积下一大堆的不良资产。处于新兴市场与转型经济的中国，各企业均不同程度上面临着脱胎换骨的挑战，这对中国企业的债权人更是一个严峻的现实。如何恰当处理中国企业与债权人的关系，督促债权人与债务人切实把握自己的身份、角色，履行起自己应尽的职责，都是公司治理应解决的问题。

企业负债后，股东心理会发生变化。公司没有负债的条件下，股东有积极性去严格地督促经营者，以免自己在企业的利益受损。但负债后，公司决策权掌握在股东手里，债权人实际上把自己的资财委托给公司股东决策，这样无形之中助长了股东用债权人的钱去冒风险的心理。在有限责任制度下，股东以其出资额对公司承担民事责任（包括亏损赔偿责任），一旦公司发生亏损，亏损已使股本所剩无几时，股东往往会利用负债作经营冒险。这样做，一旦成功，一切好处全归股东，而失败的责任则主要由债权人承担。经营失败后，即使债权人申请破产清算，也不会对股东在企业的权益产生多少实质性影响。因此，对企业净资产已接近零的公司，债权

人要格外小心，或者不予借债，或指定担保人并获认同后才予借债。这表明，债权人不但同公司经理，而且同公司股东均存在着利益冲突。

当企业遭受不可预见的打击而丧失偿债能力时，债权人申请企业清算已无任何意义，不但对负债的收回毫无作用，而且也排除了以后能收回负债的任何可能性，更主要的是树立了债权人的负面形象，社会各界可能会因此认为债权人毫无商业头脑和道德。在这样的背景下，债权人无可奈何的处理方式，不是对企业债务进行重整，就是对企业实行债转股。

5.1.2 独立董事与企业

世界上大部分公司几乎都通过公司章程把管理公司的权力授予了董事会。然而，公司的日常决策可以通过董事会或股东大会的方式行使公司权利，但执行决策即日常生产经营活动却是通过由董事会任命的经营班子运作的。这样，董事会决策的有效性就显得非常重要。为了保证董事会决策真正地充分体现公司可持续发展的根本要求，减少与公司有直接利益关系各方的自利影响，公司董事会通常要求配备一定比例（如在中国上市公司独立董事及外部董事不得少于董事会总人数的三分之一）的独立董事及外部董事。由于独立董事与外部董事在公司内不存在任何利益（只拿固定津贴，不拿报酬，津贴与公司业绩好坏无关），加上其较高的专业知识、管理技能和良好的社会声誉，其行使董事职能能最大限度地实现公司的基本目标——企业价值最大化。独立董事与外部董事在公司起着两个关键性作用：一是当执行董事执行管理职责时，为其提供支持和协助，包括提供专业建议和培养与其他组织的关系；二是监督高管人员执行董事会的各项决策，包括检查管理层的表现以确保公司经理层以全体股东利益、现行法规要求、公司经营要求和道义来开展各项业务。当公司表现欠佳时，独立董事可能会提出撤换公司高管的建议。

5.1.3 任期限制

一般的公司董事都有确定的任期，并有明确的绩效考评目标。任期制的优点是便于考核业绩，从而在任用方面有确定的依据，不足是容易产生短期行为，使不同董事的任期之间丧失连续性，从而不利于企业可持续发展目标的实现。通常一名董事的任期为3年，独立董事连续任期不得超过6年。董事尤其是公司的董事长及财务总监严重失职，股东或独立董事可以通过临时股东大会予以解聘。但做到这一点往往较难。因为公司董事长及财务总监与股东存在千丝万缕的关系，又可以利用在位职权优势去拉拢股东，而且股东又不愿轻易更换董事长与财务总监，从而决定了更换董事长与财务总监绝非易事。此时，公司董事会可能不会采用投票表决方式，而是通过给予董事长与财务总监较多优厚离职待遇的方式，让董事长与财务总监主动申请辞职。这就是所谓的“金色降落伞”。怎样督促处于任期制下的董事长与财务总监及董事会，真正地按公司可持续的目标做出决策并指挥日常经营，是现代公司特别关注并需要通过治理制度的建立予以解决的重要问题。

5.1.4 回报

公司执行董事的回报包括固定报酬与浮动报酬两部分。在现代公司，董事的固

定报酬一般不高，其报酬的绝大部分是浮动报酬。浮动报酬与公司的绩效紧密挂钩，以引导公司董事把公司绩效置于各项工作的首位。公司的外部董事与独立董事的回报一般与公司绩效不相关，他们只领取必要的董事津贴，而且这些津贴必须向社会公开。除向社会公开的董事津贴外，外部董事与独立董事不得从企业获取任何经济利益。这样做的原因有以下几点：其一，聘用其担任公司独立董事或外部董事，属于对其能力和声誉的充分肯定，会给他们带来很多的其他方面的效应，包括经济收入效应。这已算是财务激励，再给予报酬，则会产生重复激励问题。其二，若把他们的报酬与公司绩效挂钩，则容易使其与执行董事形成一个利益共同体，将架空执行董事按全体股东利益行使职权、进行有力监督的职能，违反了设立独立董事与非执行董事制度的初衷。其三，把独立董事与外部董事的报酬与公司绩效挂钩，会诱使他们深陷于公司的业务中而不能自拔，丧失工作的独立性，同时使独立董事与外部董事无暇干好自己的本职工作，导致许多组织不允许自己的员工兼任其他公司的独立董事或外部董事，从而很难找到担任公司独立董事与外部董事的合适人选。

獯损失风险

公司执行董事面临的损失风险是公司经营不确定可能导致他的自身价值的贬损，而独立董事与外部董事面临的损失风险则是公司治理方面的失误或丑闻将使他们的名誉扫地，从而严重损坏他们的职业声誉和社会形象，影响其日后的职业发展。此外，公司董事，包括独立与外部董事，可能会面临法律诉讼的风险。当公司未履行法定的财务信息披露义务，或提供的对外公开的各项信息有虚假而对投资者行为产生误导时，投资者会把公司董事们告上法庭，而公司的全体董事必须承担相应的法律责任。公司执行董事与独立董事、外部董事在损失风险这一方面是一对矛盾。执行董事为了保住自己的身价，可能会采取各种手段掩盖经营不佳的真相，而独立董事及外部董事为了维护自己的声誉，会千方百计地抵制这些手段以保证把公司的真实信息公之于众。但在实践中，执行董事往往对独立董事与非执行董事采取收买行为，以大量支付或其他利益输送的方式，让独立董事与非执行董事对其掩盖企业真实信息的做法睁一眼、闭一眼，甚至于沆瀣一气，共同欺骗社会公众。

灑附控制

公司董事，尤其是独立董事与外部董事在多大程度上真正地履行其法律赋予的职责，取决于其对公司是否具备应有的控制力。在现实中，确保独立董事与外部董事真正行使法律赋予的职责的控制力往往不存在。首先，公司独立董事与外部董事多数是公司董事长与 憐遴挑选的，则独立董事与外部董事真正地保持其业务上的独立性，可能会面临丢失饭碗的风险，从而决定了独立董事与外部董事在一些关键性问题上不敢开罪于董事长与 憐遴。其次，独立董事与外部董事真正地履行法律赋予的职责，需要他们对任职公司投入较多的时间与精力，但他们往往有自己的本职工作而且很忙，因此，他们根本无法腾出时间和精力来对任职公司作必要的了解。这样他们在董事会上真正地履行职责时就缺乏必要的信息。独立董事与外部董

事在做出很多决策时，往往不了解其复杂的背景与过程，那么切实地履行法律赋予的职责也就成了一种空谈。机构投资者的兴起，大大改善了独立董事与外部董事履行职责难的状况。他们往往会向执行董事与非执行董事提供他们掌握的大量的公司内外信息，大大提高了独立董事与外部董事履行法律赋予的职责的能力。因此，使独立董事与外部董事在法律制度和条件上切实履行法律赋予的职责，成为现代公司治理制度所应解决好的一个重大问题。

为了确保董事为全体股东利益及公司可持续发展积极工作，世界上一些国家开设了董事责任保险，即由公司向有关保险公司投保，当公司董事因履行职责而面临经济赔偿时，由保险公司负责赔付，而不由董事本人承担。公司发展会面临很多的不确定性，随着市场竞争的日益激烈，这种市场带来的经营不确定性将更为复杂，董事们再高明和负责，也不能对企业面临的各种风险做出丝毫不差的判断，经营决策的失误有时难以避免。若一味地追究董事经营决策失误的责任，就会导致董事们为求稳妥而不愿去冒任何风险，从而严重影响公司的快速发展，容易使企业错失很多发展的良机，也不利于董事们聪明才智及积极性、创造性的充分发挥。为董事们开设保险险种，使董事们因经营决策的一些难免的失误产生的赔偿由保险公司支付，使董事们可以大胆地行使自己的职责，没有后顾之忧。当然，保险公司赔付的前提是公司董事们真正履行了以下义务：遵章守法；忠实追求公司利益最大化；勤勉不偷懒；善意行事，无明显私心。

5.1.2 经理与企业

经理是公司各项决策的执行人，对实现公司目标起着关键性作用。但经理与企业经营发展又存在着非常复杂而微妙的关系：一方面，企业快速发展能提高经理的身价，使其拥有更广阔的发展空间；另一方面，企业可持续发展与经理快速提高身价存在着严重矛盾，经理希望公司出现尽可能快的短期增长以快速提升自身的价值，但公司过快的短期增长往往使公司丧失可持续发展的优势。因此，把经理自身价值的提高与企业价值的增长有机地协调起来，成为现代公司治理应解决的一个现实问题。

5.1.3 期限

许多公司高管人员的聘用合同是 3 年期或 5 年期，从而决定了公司与经理的关系很难具有长久性。为此，一些公司在保持管理者聘用合同 3 年或 5 年一签的做法的同时，采取一些辅助性措施，使这些高管人员在短时间的任期内不断地为企业长远发展着想。例如，公司在新高管人员进入企业时就实施员工福利计划，规定高管人员可以工资报酬的一定比例参加，公司再配以等额支付作为投资。高管人员在企业工作满若干年后（一般为 5 年）连本带利一并返还给本人。高管人员在公司工作不满规定期限而退出企业时，公司只负责归还其本人工资参加福利计划的部分，而公司配额部分不予归还。而且，高管人员工资参加福利计划的比例，会随其工作年限的增加而有序提高。这样，高管人员工作年限增加，工资报酬水平相应增加，参加员工福利计划的比例也在提高，经理参加员工福利计划的总额快速增长，公司

为之配套的数额也快速增加。显然，经理工作年限越长，最终得到的员工福利报酬会越大，从而可以鼓励经理在公司长期工作。但是，公司对每位经理都有严格的行为规范标准和绩效考核要求，经理必须严格遵循行为规范并完成绩效考核指标，才能保证下一年被留用及升职提薪。这样，公司就很好地解决了经理行为短期化问题。在一般情况下，经理参加员工福利计划，往往是自愿的，公司不强求经理参加。

回报

公司对经理的回报表现在两个方面：经济待遇和权力。经济待遇表现在经理所取得的工资收入及各种期权奖励、公司分红、福利计划兑现上。权力则表现为赋予经理各项业务开展的决定权。例如，采购物资、销售产品、工程建设等具体活动开展决策，一般由经理做出，从而会给经理带来建立各种各样社会关系的机会，而这些机会未来极有可能会给其本人带来经济利益。各种费用的发生，在预算内皆由经理直接审批，则在这些费用发生过程中，能给经理带来一些直接或间接的经济享受及利益。例如，业务招待费的使用，就为经理解决或许本应由他本人付款的私人请客费用提供了方便，至于利用公务活动的超豪华享受，已是各国企业经理较为普遍的做法。公司经理在公司的回报还有另一种形式——个人身价的提升。公司业绩的快速上升，不但给经理带来企业付给其的各种现实与未来收入，还可带来其市场上身价提升的好处。很可能因为某经理经营企业的业绩快速提高，带给了市场他拥有较强的经营能力的信号，从而使规模更大、品牌更响、经济待遇及社会影响更好的公司来高薪挖角，并且不惜为他向现在的企业支付高额的离职补偿金，以诱使他立即跳槽。公司对经理的这些回报特征，使不少经理产生了“管理腐败”（过度的公款消费和职务消费）和见异思迁。为此，如何培养经理对企业的忠诚度并节制其权力，被列入了公司治理的重要内容。

损失风险

对于经理而言，与公司关系最大的损失风险表现在三大方面：解职风险、诉讼风险和身价损失风险。经理聘用合同一年一签，最多两年一签，那么，只要公司对经理不满意，就很容易采用不续签聘用合同的方式开除经理，甚至会因对经理的极度不满而以各种借口在聘用合同未到期之前提前解聘经理。经理若不负责任，会遭到公司渎职等方面的法律诉讼，从而给经理经济与名誉两方面带来严重损失。公司若经营得非常不好，即使公司董事会对经理不加以任何处罚，市场也会对经理身份做出强烈反应，使经理自身价值严重缩水，甚至于一旦被解职，没有任何企业再敢聘用他。事实表明，一个被解职的经理，很难得到其他企业董事会和股东们的尊敬和信任。

控制

经理实质上是公司的实际控制人，他们掌握着企业各项业务的第一手信息。于是这种信息优势又可能变成经理们欺骗董事、股东以及社会公众的行为，从而产生了所谓的“内部人控制”问题。由于经理的目标与公司基本目标并不一致，内部

业实行终身雇用制，据说大大激发了员工对企业的责任感和主动性，从而使日本企业具有竞争力。但现在又说日本企业终身雇用的做法，使员工失去了创造性和工作激情，不利于企业发展。在这方面，采取统一模式肯定行不通。可以这样认为，对于企业必不可少的员工，由于他们拥有非常专门、精深、企业特别需要的技能，企业必须对这些员工提供无固定期限或终身雇用的合同，以保证他们工作的稳定性和安全性，使其有精力和时间不断地提高自己的技能，更有效地服务于公司，为提升公司产品、服务的竞争力做出持续贡献。对于一些企业在劳动力市场可以随时招聘到的员工，由于他们的技能具有高度的可替代性，企业没有必要为其提供长期雇用合同，只能提供一年一期或二年一期的聘用合同，以促使其在企业珍惜上班的每一天，在企业指定的岗位尽责守职，积极发挥作用。

回报

员工的报酬要视员工的性质而定。对于那些企业发展必不可少的员工而言，公司提供的回报可以看作是公司在人力资本方面的一种长期投资；对于那些企业在劳动力市场随时可招聘到的员工，公司提供的回报是公司经营产品服务活动中发生的人工费用。不难推论，作为人力资本的投资，应越大越好，因为这将为公司的将来提供巨大的经济利益。作为人工费用，因为直接影响本期财务业绩，应在现行法律允许的范围内合理地进行控制以降低企业的成本。员工在公司取得的回报，在结构上包括固定与变动两部分。固定部分为工资，变动部分为绩效回报。在实践中，完全采取固定工资会降低劳动效率，从而削弱公司竞争力，但完全采取浮动报酬，也会破坏员工之间应有的团结协作，产生不必要的生产摩擦，最终影响公司竞争力。可行的办法是把固定工资与变动报酬结合起来，使回报制度既激发员工的积极性，又促进团队合作，从而不断提高公司的市场竞争能力。

损失风险

员工在企业工作的时间越长，其离职的损失就越大，但若一名员工经常跳槽，会导致企业反感，难以找到理想的新企业工作岗位。因此，员工在企业的损失风险集中表现在离职成本上。一般而言，大龄员工不愿意轻易跳槽，而年轻员工却热衷于不时变换工作单位和岗位。为此，对老员工提供相对稳定的工作岗位，使其免受变动工作的风险，增强其工作的稳定性和安全感，可以对企业产品质量的提高产生明显的效果。对新员工，应尽量安排一些流动性和挑战性都较强的工作，以打消其短期跳槽的念头，使其形成相对稳定的工作技能和相对成熟的心智模式，最终成为使公司价值持续增长的生力军。在中国，这方面的问题尤为突出。我国劳动力严重过剩，这使就业市场的竞争空前激烈，一些好企业的工作岗位一般会有成千上万个员工来竞聘，这加剧了员工的损失风险，使一些大龄员工面临过早离岗的风险。这不利于企业的长远发展。一个员工在企业工作的时间越长，经验会越丰富。因此，可以认为老员工都是公司的宝贵财富，对公司价值创造具有不可替代的重要作用。设法留住优秀的老员工并让其充分发挥作用，是公司能否具有较强竞争力的一大保证。为了适应中国劳动力市场严重供过

于求的现实，同时为了使劳动力配置制度成为提高公司竞争力的重要方面，一些企业在对员工建立直观、透明、实用的业绩评价标准的同时，实行企业员工一定比例内部短期待岗制度。每年考核处于落后的一定比例的员工，一年内不予上岗，实行内部待业；在岗的员工一年后再次考核，落后的一定比例的员工在家待岗，原内部待业的那一部分员工上岗。这样在企业内部，形成了全体员工积极负责的气氛，有效地保证了公司的市场竞争力。

猿控制

员工在多大程度上对公司决策拥有发言权，对员工价值的实现和公司价值的提升都是至关重要的。现代公司一般通过职工代表或职工董事、监事等方式，为员工参与公司决策，监督企业行为提供制度性保障。但实践表明，这些方法的作用并不明显，员工囿于个人的利益及见识的局限，难以在公司决策和监管过程中充分地表达全体员工的基本意愿。可行的出路在于为全体员工开辟参与公司决策、实施经营监管的通道。例如，通过网络设置“董事长、总经理信箱”、“员工信箱”、“企业领导博客”等，让全体员工实时了解公司决策及经营情况，及时发表意见，听取员工来自第一线的反映和呼声，及时答复并解决。这样就能赋予员工企业主人的现实感受，同时把企业各项活动置于全体员工的监督之下，可以大大地减少公司决策与经营的失误和片面性，真正地实现公司价值的全面提升。当然，企业对参与决策、反映呼声的员工，要有明确的奖励制度，使全体员工切身感受到公司价值因自己的努力而增长，个人可以直接从这种增长中分享到应有的权益，以鼓励并激发全体员工参与决策、关注经营的热情，从而把员工价值与企业价值自然地融汇一体。

猿客户与企业

客户是企业的衣食父母。公司只创造了成本，利润是客户赐给企业的。客户与企业的关系，在传统财务理论中未予以应有的关注，以至于把对公司价值具有决定意义的客户无情地排除在公司价值分享视野之外。

猿期限

客户与公司的关系能否稳固，取决于企业是否拥有忠诚的客户。但是，客户的忠诚又是很不可靠的。一旦遇到了一个产品价格更便宜、质量更好的公司，客户就会远离你。中国的本土企业还面临着洋品牌冲击的风险。一旦客户找到了洋品牌，或洋品牌在中国面市，那么很多的本土企业的客户会毫不犹豫地转而购买洋品牌。为此，中国企业必须做好企业设计工作，以稳定客户与公司的关系。企业设计是对企业战略的一种总体性概括，它涵盖了企业怎样选择客户，怎样确定并区分产品的价格，怎样确定哪些是企业本身承担的任务，哪些是企业应该外包的业务，怎样配置企业的资源，怎样走向市场，怎样为客户创造使用价值，以及怎样获取利润的一系列问题。企业设计是实现与客户保持稳定、长期的关系从而培养客户忠诚度的重要途径，其一般过程及具体内容见表 5-1。

摇摇表员-圆

企业设计的一般过程及内容

步骤(要素)	解决的问题	具体内容
客户选择	我希望为哪些客户提供服务?	我能够为哪些客户提供价值?哪些客户可以让我赚钱?我希望放弃哪些客户?
价值获取	我将如何获得盈利?	如何为客户创造价值,从而获取其中的一个部分作为我的利润?我采取什么样的盈利策略?
产品差异化战略控制	我将如何保护利润流?	客户为什么要购买公司的产品?我的价值判断与竞争对手有何不同?哪些战略控制方式能牢牢锁定我所要的客户?
业务范围	我将从事何种经营活动?	我将提供何种产品、经营满足并拥有客户需求?

圆回报

公司对客户的回报主要有产品和服务,以及配套的优惠待遇。例如,可以更便宜的价格购买本公司的其他产品、服务。公司提供给客户的回报需付出成本,因此,公司必须对从客户处取得的总收入与总支出作综合比较,以确定客户的盈利性。为了解决客户回报,公司要以尽可能低的成本提供产品与服务,同时要实现经营模式的转换,由过去的提供产品、服务等有形商品为主要任务转向以为客户提供解决方案为主要经营任务的商业模式。为此,在解决客户回报这一问题上,公司主要需解决以下猿个问题:①帮助客户了解他们所要面对的问题和机会;②帮助客户评价各种解决问题或利用机会的方案;③和客户合作创造和提供独特的解决方案。这种商业模式的转变,适应了客户基本理念的更新。客户已明白,购买商品本身的价值远远不及使用商品所产生的价值。客户购买的不是产品与服务,而是产品与服务各种具体的功用,对这些功用的满足程度才是客户购买及支付决策的决定因素。因此,客户对公司所要求的回报,已不再是产品与服务,而是产品、服务所体现的功用的质量及性价比。这决定了公司价值实现已不在产品与服务的销售环节,而在产品与服务交由客户使用的整个过程中。显然,这种理念的转变,对财务管理产生了直接影响。确认企业价值的实现,以收入和利润或现金流量作为衡量标志的传统做法,显然落后于客户回报的现实要求。为此,财务管理需要对企业未来能力(所能满足客户功用的业务)和能力载体(企业多大程度上能很好地提供满足客户功用的业务)做出精确的规划,并对如何把这种业务有效地传递给目标客户做出清晰描述(价值如何创造并向客户传递)。

猿损失风险

在传统意义上,客户在公司的损失风险集中表现在产品服务质量差、售后服务跟不上或使用成本过于高昂上。随着公司价值理念的转变,客户损失风险的含义也发生了相应变化,表现为公司提供的解决问题方案在实用性、先进性和引导性方面给客户带来的不利后果。例如,对于解决问题的方案,公司锁定的目标与实际发

挥的作用之间发生偏差，从而使客户对解决问题方案的应用产生了极大的抵触情绪。一瓶美白产品，公司在广告中明确地告诉客户对皮肤变白会产生明显效果，但客户购买使用后却发现美白效果几乎没有，则会对产品功用产生极大怀疑，从而影响继续使用公司产品的信心，更不要奢望客户会继续购买公司的美白产品和其他产品。由此可见，在新的商业模式中，客户对公司价值实现的敏感性更强，决定性作用更明显，已真正成为公司价值创造与实现的主体。公司必须认清这样的事实，把客户价值置于战略及各项业务经营的首位，使公司价值与客户价值高度地统一起来。

灞控制

在新型的商业模式中，客户对公司价值的控制将变得具有决定性作用。一旦客户感觉不好，则即刻停止使用公司的解决方案，公司价值创造与实现活动立即中断。而在传统的商业模式下，由于客户购买产品和服务后即实现了公司价值，客户在使用过程中对公司产品、服务的不满意只影响该客户是否继续购买公司产品与服务，而对本期公司价值的创造与实现不会产生任何的影响。此时，特定客户对公司价值的创造与实现的影响只是间接的，而且可能是无足轻重的。因此，如何及时感知客户需求并正确引导并满足客户需求，已成为未来公司价值能否实现持续增长的关键，从而为现代公司治理的发展指明了一个努力方向。

关键词

公司治理 股东权益 债权人权益 客户权益 员工权益 人性假定 公司治理准则 公司治理基本框架 公司治理对象

思考题

灞什么是公司？什么是公司治理？公司为什么需要治理？

灞公司治理的理论基础是什么？出资人、客户、员工和投资者的权利或权益具体指什么？

灞有哪几类人性假定？公司治理的各方符合哪些人性假定？

灞公司的利益相关方有哪些？其各拥有什么样的权利或权益？

灞薪酬的本质是什么？有哪些不同的观点？谈谈你的看法。

灞试论述经理与公司之间的微妙关系，分析经理报酬与企业绩效之间的关系理论，为正确处理经理与企业的关系提出建议。

灞比较公司内部治理结构与外部治理结构，企业治理模式有什么新发展？

案例分析

案例一 公司治理有统一的范式吗？

情况简介：

在世界公司发展历史上，有很多伟大的公司，拥有悠久的历史和杰出的成就，

企业的可持续发展与公司治理能够良好地互动与结合。比如通用电气公司（GE）作为公众公司的典范，其独立董事使公司治理结构更加完善。GE近年的可持续发展，无疑是全球企业界的奇迹。造就GE辉煌发展业绩的因素是多方面的。其中，支持企业可持续发展的公司治理建设，是GE铸就近年辉煌的一个重大奥秘。事实上，GE一直非常注重董事会建设。1994年，美国《商业周刊》把GE的董事会评为“十大最杰出董事会”之一。在GE内部，董事会无疑起着领导核心的作用。GE的董事会把自己定义为公司的“监督者”、“照看者”和相关人利益的“反映者”，董事会从各方保证了可持续发展的要素得到良好的运行。

虽然世界上大多数杰出的企业都是公众公司，但也有一些比较另类的公司同样取得了成功。

约翰迪尔^①（John Deere）是目前世界上最大的拖拉机生产企业。这家成立于19世纪早期的美国企业最大的特点在于能够不断发展壮大，保持基业长青。约翰迪尔作为一家业绩卓越的企业，在各个方面都有其独到之处。

在公司治理方面，约翰迪尔是一家传统的家族企业，创始人一职，从1857年开始设立，直到1984年，公司的缘位创始人一直都是家族成员，且近10年中仅有缘任。从1984年开始，才由非家族成员担任。

此外，约翰迪尔与客户、经销商及员工都保持着双赢的关系。

公司奉行严格的质量标准。公司创始人的承诺是“我绝不把自己的名字放在与我的名字不相称的产品上”。这成为公司文化的重要组成部分。

公司为客户提供“金钥匙”之旅，联合收割机、大型拖拉机和建筑设备的购买者都会受到邀请去参观工厂。在生产线的末端，他们会见到自己购买的产品，并获得一把金钥匙，登上驾驶室，第一个为自己的机器点火。员工们甚至将一名身患卢氏症、不得不用轮椅代步的顾客抬上了驾驶室。

1981年，迪尔银行出现了侵吞1.5亿美元公款的事件，银行面临倒闭，公司员工的储蓄受到威胁。约翰迪尔公司开具了一张支票来弥补银行的损失，使之得以继续营业。

在美国大萧条期间，公司向员工和农民提供援助之手。虽然公司裁减了1/3的员工，但仍然为其提供集体健康保险，并允许其以较低的租金租住公司的房屋。同时，公司虽然有数百万美元的应收账款却并没有要求农民付款，使其免于破产，能够在农业状况好转后继续支付。因此，很多员工数代人都是约翰迪尔的员工，很多农民也世代使用约翰迪尔的各种产品。

约翰迪尔还帮助一些经销商建立门面和库存，使之成就自己的事业，而这些经销商也成为约翰迪尔忠实的支持者。

另外的，米其林公司的股东类型也比较独特。米其林集团有两种不同类型的股东。一种是有限责任股东，也就是普通股票持有人，这部分股东被称为“睡眠合

^① [美] 戴维·马吉：《绩效之鹿——约翰迪尔如何保持基业长青》，宋苗、苏丹等译，上海，上海远东出版社，1994

伙人”。他们仅按照出资比例来对公司的负债负责，且拥有参加股东大会、审议年报、任命管理合伙人等权力。米其林集团的控股公司，早在1987年就在巴黎证券交易所上市了。与一般上市公司不同，米其林还有一种被称为普通合伙人的股东。这种股东需要用各自的私人财产为米其林集团的负债承担连带的无限责任。按照规定，特别股东大会同意之前，普通合伙人不能放弃自己的职责。成为普通合伙人是迈向米其林集团管理层顶端的重要一步。因为米其林的最高管理人员就是管理合伙人，而要成为管理合伙人就必须是具有普通合伙人资格的自然人。管理合伙人的收入来源是按照公司利润进行提成的。因此，他们的利益完全和米其林集团捆绑在一起，由于管理合伙人只能在公司盈利的情况下才能分得利润，且对于公司债务需要承担无限责任，使得他们对于公司经营的长期收益和风险会特别重视。

此外，印度企业，尤其是家族企业的快速发展也值得我们关注。在印度强大的私人经济部门中，家族企业至今仍占据着统治地位。家族企业占了印度企业总数的70%以上，总产值则超过了印度GDP的1/3。虽然不少专家认为印度在企业发展上走的是美国式道路，但与美国最大的不同在于：美国70%的家族企业没有公开上市，且大多数规模不大，因而也就无法在诸如“财富500强”之类的名单上看到它们。而印度的绝大多数家族企业都是上市公司，且规模庞大，最大的跨国公司中超过1/3都由家族掌控，其中不乏世界级企业。而这种情况，和中国家族企业普遍规模偏小、难以持续发展和壮大形成了比较鲜明的对比。

思考：

根据以上的材料，你认为公司治理有统一的范式吗？如果没有，成功的公司及其治理机制的精髓和核心是什么？请参考上述材料中提及的公司，自行搜集相关材料，试述这些公司分别是如何建立有效的公司治理机制的？如何和投资者、员工、客户等长期保持良好的关系？这对公司价值又有什么影响？

案例二 摇“辞职门”事件

事件回顾：

新劳动合同法规定：劳动者在满足“已在用人单位连续工作满十年”的条件后，可以与用人单位订立“无固定期限劳动合同”，成为永久员工。

2008年12月14日《新京报》报道：华为为了应对这一规定，要求所有工作满10年的近万名华为员工在2008年元旦之前，先后办理主动辞职手续，再与公司签订1-3年的劳动合同。所有自愿离职的员工将获得华为相应的补偿，造成了“万人辞职”，引发了沸沸扬扬的华为“辞职门”事件。

无独有偶，与华为事件相差仅数日，沃尔玛发生了突击裁员事件。在这个计划里，全球采购中心中国上海、深圳、东莞等几个分部，全部接到了裁撤令，将分批裁掉1000人。这个裁员的数字，超过沃尔玛全球采购中心总人数的1/3。除此之外，一时间，众多媒体也纷纷报道了众多企业的跟风裁员事件。这场“辞职门”越闹越凶。

2008年12月底，联想电子（中国）公司在总部和全国各地分公司大量裁减员工至

怨年的老员工。据报道，其中成都分公司的裁员规模达到 猿缘。

怨月底，展讯通信对北京分部进行了缩减，缩编人数在 猿园人左右。随后上海总部也进行了裁员。

猿月初，广东胜捷消防企业集团下属的蔚得公司的 猿园多名工友被要求逐一填写辞职同意书，并摁手印承诺不外泄、不追究此事。猿日，广州市劳动和社会保障局专门对此事进行了调查。市劳动局有关负责人表示，由于企业有强迫员工主动辞职的行为，因此辞职无效，按照企业辞退员工的有关规定，企业必须按照“晕垣员”的标准进行赔偿。

猿月 猿日《河南商报》报道：“近日，就在新劳法正式实施前夕，中石化河南分公司决定花费 猿缘万元，将旗下郑州石油总公司 猿源名员工全部转为劳务工。此举被当事员工认为是企业单方面解除与员工间的无固定期限劳动合同，规避新劳法。”

猿月 猿日《京华时报》报道：“泸州老窖股份有限公司销售公司北京片区为了应对即将实施的劳动合同法，要求 猿多名员工以‘个人原因’辞职。员工们同时被告知，大多数人可以在元旦前拿到新合同。”

思考：

我们都知道，公司的一切活动都是由员工完成的，员工是公司的重要资产，是决定公司成败的重要因素。公司应十分重视并切实保护员工的利益。那么，上述“辞职门”事件不能不引起我们的思考。

根据以上案例分析，新劳动合同法颁布实施之前，众多知名企业纷纷大量裁员。此风波中，众企业裁员的做法是否损害了员工的利益？“关键时刻”公司应如何协调员工利益与企业利益之间的关系？如何处理员工与企业间的期限关系？

案例三摇经理、董事危险多？

事件回顾：

圆园园年 怨月 猿日 圆时 源分，上海农药厂有限公司发生除草剂泄漏事故，造成杨浦、虹口、闸北等城区有较大范围的刺激性气体蔓延。怨月 猿日，上海市“怨·猿除草剂泄漏事故专项调查组公布了事故调查处理情况，有关方面对 猿名相关人员进行责任追究，给予上海农药厂有限公司总经理、副总经理和 苑名中层管理干部撤职处分。

据新华网合肥 圆园园年 怨月 圆日 电：近日，安徽安兴期货经纪有限公司原董事长张秀英因利用职务便利，擅自将合肥信息产业市场项目指挥部资金转入其个人期货账户，进行个人期货交易并严重亏损。张秀英让财务人员在指挥部短期投资账户冲抵，虚增指挥部短期投资亏损，虚增的 圆园万余元被张秀英用于弥补个人期货交易的亏损。张秀英因贪污公款 猿园万余元、受贿 源万余元、挪用公款 圆源园万元，被合肥市中级人民法院一审判处无期徒刑、剥夺政治权利终身，并处没收个人全部财产。

圆园园年 员月 员日，原安徽古井集团董事长、党委副书记兼总裁王效金的受

贿案在安徽省宿州市中级人民法院公开宣判：被告人王效金犯受贿罪，判处无期徒刑，剥夺政治权利终身，并处没收个人全部财产；违法所得人民币 1000 万元、美元 100 万元、港币 100 万元予以追缴，上缴国库。

思考：

以上三个案例只是一个月内发生的关于经理和董事的事件。关于企业总经理、董事长贪污受贿的案件数不胜数，这不能不引起大家的思考：公司高管已经拥有较高的薪酬、福利和权力，为何屡屡发生挪用公款和贪污受贿的事件？仅仅是当事人自身的欲望无限，还是公司治理不完善引发的问题？应如何防范经理人损害公司利益的行为？试从期限、回报、损失风险、控制四方面分析。

延伸阅读文献

[美] 乔迪·瓦茨拉夫、史蒂文·瓦特：《公司法和商法的法理基础》，金海军译，北京，北京大学出版社，2004。

[澳] 富兰克·克拉柯、格雷姆·迪恩、凯尔·奥利弗：《公司的崩溃》，薛云奎主译，上海，上海人民出版社，2004。

[美] 理查德·埃尔斯沃斯：《公司为谁而生存》，李旭大译，北京，中国发展出版社，2004。

[加] 布莱恩·柴芬斯：《公司法：理论、结构和运作》，林华伟、魏旻译，北京，法律出版社，2004。

[美] 罗伯特·孟克斯、尼尔·米诺：《监督监督人：21世纪的公司治理》，杨介棒译，北京，中国人民大学出版社，2004。

第播播章

2

公司治理（下）

导入案例播粤果源积极型的公司治理

粤果源是一家私人投资控股公司，员愿年创立于斯洛文尼亚，目前总部在荷兰的阿姆斯特丹。圆源年，集团公司资本为 远亿欧元，旗下猿家企业分布于全球源个国家，直接或间接控制着 员亿欧元的总资产。圆源年，为了提高集团管理能力，粤果源针对传统的以股东价值最大化为单一目标的治理模式的不足，借助于引入平衡记分卡，在公司治理上采取了更为开放和积极的策略，将股东价值、客户价值和员工价值三者全面融入企业价值模型，使公司治理在为实现企业价值最大化目标提供有效保证的过程中，彻底颠覆了以往股东价值、客户价值和员工价值此消彼长的思维逻辑。三方利益通过治理机制的合理设计和规范运行实现了真正的一体化。粤果源公司积极治理战略框架如图 圆-员所示，其平衡记分卡体系见表 圆-员。

粤果源公司的积极治理取得了骄人的成绩。员愿年，公司的净资产回报率是 愿豫，而经过 源年的积极治理后，即 圆源年公司净资产回报率是 员圆豫。对此，粤果源集团总裁 阅则操匀则增发出了如下感慨：公司实施平衡记分卡，即采取积极治理策略前，增长速度尽管不慢，但存在着明显不足——过分关注单一的财务性关键绩效指标（运响）的风险，增长肯定难以持续。实施平衡记分卡，把管理与治理的着眼点从单一的面向股东利益的财务指标拓展到客户、员工和经营过程三个方面，使企业战略及其实现成为股东、客户和员工的共同利益。这样做不仅决定了财务的成功，更为集团未来发展提供了保障。

粤果源公司的案例事实上表明了一种趋势：公司治理从单一的对股东价值追求演化为对股东价值、客户价值、员工价值的全面追求，这正是现代企业制度日益完善并具有更强生命力的一大进步，从而大大丰富了现代企业财务理论及实践^①。在第 员章介绍了公司治理的基本含义和原则精神后，本章着重介绍公司治理必须面对的三个基本层面：股东价值、客户价值和员工价值。

^① 粤果源公司的案例梗概选自 [美] 罗伯特·纽卡普兰、戴维·强诺顿新：《组织协调》，博意门咨询公司译，北京，商务印刷馆，圆源年。

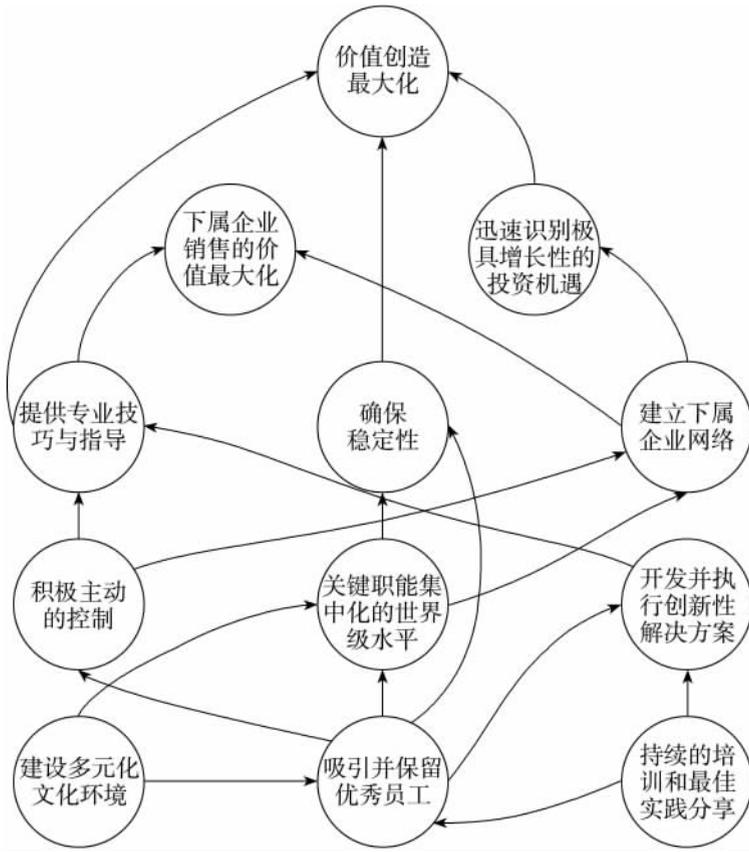


图 四-员 员 粤 集 团 公 司 积 极 治 理 战 略 框 架

表 四-员

粤 集 团 公 司 平 衡 记 分 卡 体 系

维度	目标	指标
财务	价值创造最大化	净资产增长
		内部投资回报率
	下属企业销售的价值最大化	下属企业溢价净值
	迅速识别极具增长性的投资机遇	新投资者的数量和质量
客户	提供专业技巧与指导	新合作伙伴实现的业务数量和价值
		主要控股企业对专业技巧增值的领悟
		新概念的実施数量
	确保稳定性	每项实施的平均时间
		现金危机
		信用额度 (等级)
		保持长期良好关系的金融机构数量

维度	目标	指标
客户	建立下属企业网络	新目标关系户的数量和质量
		每个公司将关系户转化为长期关系的数量
		每个企业的企业之间共享的关系户的数量
内部 流程	积极主动的控制	所有层面聚焦战略并开发平衡卡的数量
		积极治理小组识别的新业务机会数量
		积极治理小组减少的损失量
	关键职能集中化的世界级水平	税收占利润的百分比（最优税收结构）
		交易产生的现金流量最大化
		金融产品的成本减少量
	开发并执行创新性解决方案	被评估的解决方案数量
		首次实施的数量
		新方案实施的满意度
学习与 成长	建设多元化文化环境	跨国团队的数量
		与本公司有业务关系的国家数量
	吸引并保留优秀员工	高端人才数量
		员工满意度及保持率
		成功识别“明星”员工
		成功管理业绩不佳的员工
	持续的培训和最佳实践分享	被识别的具有培训与发展需求的员工数量之比
		来自外部培训所产生的新观点数量
		每个员工提出的内部培训建议数量

投资者利益

公司治理不仅是公司管理必须遵循的一些基本原则，而且为公司行为是否规范建立了一系列的标准。更重要的是，公司治理也形成了一些基本的管理领域，产生了特定的管理内容。这些内容可以概括为三个方面：投资者利益协调、员工利益引导、客户利益保障。本节主要介绍投资者利益协调。

投资者利益协调分为三个层面：最外围，即宏观层面是投资者利益的保护；中间层面是公司投资者日常沟通，即投资者关系管理，以让投资者全面准确地认识企业；核心层面是股东忠诚度管理，即公司采取哪些措施留住老股东，吸引新

股东。

四、投资者利益保护

为什么要对投资者利益进行专门的保护

投资者利益保护是公司治理的核心问题之一，其根本目的是防止公司实际控制人（管理层或控股股东）对外部投资者（股东和债权人）利益进行侵害或掠夺（掠夺性掠夺）。侵害行为在股权比较分散的公司，主要表现为经理们滥用职权实施“管理腐败”，在存在控股股东的公司，表现为管理层和控股股东对中小股东与债权人利益的双重侵害。公司利益侵害行为主要有以下几种形式：一是转移定价，例如，高价收购大股东产品，或大股东以低成本获得公司借款，或大股东以高利率向公司放贷；二是转移资产，通过内部交易将公司有价值的资产转移给大股东；三是行为短期化，决策行为只顾眼前利益，不顾公司长远发展；四是严重的管理腐败，巨额的在职消费和过高的薪酬；五是无视中小股东权益，用股权强势在公司做出损人利己的决策。这些问题的存在，严重地打击了投资者的信心，也严重损坏了上市公司应有的良好形象，对资本市场的健康发展产生了极为不利的影响。要增强投资者的信心，就必须对投资者利益，尤其是中小投资者利益进行有效的保护。简言之，保护投资者利益有以下几方面的意义：一是有利于减少公司的代理成本，提高公司价值。投资者利益得到真正的保护，既可以遏制公司内部人侵害行为，又可以增强投资者信心，降低融资成本，提高公司价值和外部融资能力。二是有利于证券市场的健康发展。投资者利益得到充分可靠的保护，证券市场就有可能实现健康、有序运行，增强资本市场自我化解和抵御风险的能力。三是有利于整个社会经济的和谐增长。投资者利益有保障，投资者对自己的投资充满信心，并以饱满的热情关心其所投资的公司的发展形势和日常经营管理，从而营造良好的社会经济发展环境。

投资者利益保护的基本途径及内容

投资者利益保护主要有两个途径：其一，合同契约。投资者与公司订立各项能充分保护自身合法权益的合同，以确保一旦发生侵害行为，投资者通过法律途径能够追讨回属于自身的利益。其二，政府立法。制定和颁发系统保护投资者利益的法规，并建立相应的监管机制，并确保这些法规得到切实实行。这样公司的侵害行为就可以大大减少或很难发生。

投资者利益保护涉及如下两个层面：

（员）公司层面

公司层面主要在股东投票权和投票程序、董事会结构及权责配置、公司内部交易禁止、公司并购、公司派生与集体诉讼等环节，真正体现并切实保障全体股东的利益。

（圆）社会层面

社会层面主要解决好政府与市场的分工协作，建立投资者利益保护法规体系、完善执行法规的监督机制、加强交易所与证券公司对即将上市的公司自律要求、

发展各类市场（证券、经理人、公司控制权、产品等）、规范机构投资者行为、发挥媒体监督作用等，从而在公司外部为投资者利益保护建立起强有力的立法、司法、执法及运作体系。

由此可见，投资者利益保护制度主要涉及公司的监督与控制、信息透明度两大方面。这些制度的出发点在于最大限度地减少公司代理行为、降低公司代理成本，实行有效激励、强制监管与社会广泛监督相结合的方法，促使代理人利益与委托人利益保持一致，从而使投资者与公司利益相一致，最终在实现公司价值最大化的同时也实现全体投资者利益的最大化。不难看出，投资者利益保护制度集中体现了以下原则：一是公平对待所有股东，所有股东利益在公司决策过程中一律平等；二是实现了公司利益相关方利益的平衡，体现利益共享；三是必须使投资者利益不仅在社会舆论层面得到充分的认可，而且要在法律层面得到有力维护；四是对公司的侵害行为一律严厉处罚；五是建立公正、透明和高质量的上市公司信息披露制度；六是对管理层、董事会及整个公司的业绩要有严格、明确的监督评价制度。

獯公司治理内含的投资者利益保护机制^①

从保护投资者的角度来看，公司治理可以显著降低内部人“掠夺”的效率。在完全缺乏公司治理的极端情况下，内部人可以方便地直接窃取公司的利润，对投资者的保护程度等于零。这时，如果企业缺乏良好的信誉，任何理性的外部投资者都不会向它投资。随着公司治理的完善和对投资者保护程度的提高，内部人必须通过一些更加巧妙的方式，如建立分公司、子公司来转移和消耗利润。当公司治理相对完善、投资者保护相对严密时，内部人至多只能通过给自己定高薪、将自己的亲朋好友安排在公司的高层、低效运营等方式满足自己的私利。当公司治理充分完善时，各种“掠夺”技术必然失败，投资者的利益在公司就有了保障。

投资者利益保护的公司治理系统主要包括股权结构、董事会制度、股东权利的法律保障、经理层激励制度、信息披露制度、银行的债权治理、控制权市场和经理市场等方面。

（员）股权结构

公司股权结构包括股权集中程度和股权构成两个方面。股权集中程度决定了经理层和股东之间的权力分配。在股权相对分散的情况下，公司治理的基本问题是委托代理问题，即如何加强投资者对经理层的监督；在股权相对集中的状态下，公司治理的基本问题在于保护中小股东免受控股股东的掠夺。市场经济发达国家的公司运作经验表明：股权集中度同公司治理有效性之间的关系是倒哉形的，股权过于分散或过度集中都不利于建立有效的公司治理结构，不利于对中小投资者的利益保护。在避免一股独大的前提之下，公司股权有一定程度的集中，有利于完善公司治理机制和加强对投资者的保护。

股权构成对投资者的保护也有重要影响。公司股权构成是指股东性质，股东可

^① 这一部分内容主要参考了鹿小楠：《公司治理与投资者保护》，载《投资者保护》。

以是个人、家族、持股公司、银行、机构投资者（如财务公司、保险公司、投资公司、养老基金和共同基金），或非金融公司等等，控股股东的性质往往关系到他们参与公司治理的目的及对投资者的保护状况。

若控股股东是银行，股权的行使往往与债权结合在一起，对企业形成强有力的控制。若控股股东是非银行的金融机构，股权的行使与它们既是公司的大股东又是分散投资者的代理人的双重身份结合在一起，当两者发生冲突时，它们要么以大股东的身分向经营者施加影响，使企业做出有利于自己的决策，要么抛售股票，即用手投票和用脚投票并用。若控股股东是工商企业，股权的行使往往和企业间的交易结合在一起，持股的目的主要是为了保护企业间的长期交易，股东和股权结构比较稳定，能防止企业股票流入敌意接管者手中，从而能够使经营者避免资本市场施加的短期压力，专注于企业的长期经营。这些大股东平时一般不干预企业经营，只有在企业绩效恶化时才介入。这三类控股股东的性质对公司治理和投资者保护的有效性究竟是产生正面影响还是负面效果，目前尚无定论，要视具体经济、法律等制度环境而定。

（圆）董事会制度

董事会保护投资者的力度取决于以下因素：非执行董事和独立董事的代表性，董事会下设独立委员会（如薪酬、提名以及审计委员会）的运作状况，公司的慷慨同董事长的职位是否分离等。如果这些制度安排有效，客观上有利于对股东，尤其是对中小股东利益的保护。

在董事会中，独立董事制度对中小投资者利益的保护具有重要作用。独立董事可以更加超脱地考虑公司决策，减少公司重大决策失误。独立董事还有助于保持董事会的独立性，从全体股东利益出发监督公司管理层，并形成对大股东权力的制约。从各国的实践来看，董事会中独立董事的比例越高，对投资者的保护就越完善。

（猿）股东权利的法律保障

有关投资者保护的相关法律是公司治理的外部环境，其本身对保护投资者权益也发挥着重要作用。

各国（地区）法律关于少数股东权益保护的规定从总体上可以分为三类：一是事前预防性的规定，如股东大会召集权、提案权、知情权等；二是事后救济性的规定，即少数股东在其权益受到侵害的情况下可以向法院提起诉讼，以及关于保障少数股东行使上述救济手段的规定；三是在《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》等相关法律中规定有关的制度，如股东表决权排除制度、独立董事制度、累积投票权制度等。

（源）经理层激励制度

公司治理的核心是解决委托—代理问题产生的矛盾。委托者将代理者的效用函数统一到自己的目标上来，除了应用监督、约束手段外，还需要引入激励机制，使代理者的自利行为符合委托者的利益。这种激励主要体现在经理报酬的构成方式上。从已有的实践来看，股票期权是一种长期性的激励制度，可以有效防止经理人

员追求短期利益的现象，约束他们损害公司和投资者利益的行为。

股票期权激励的有效运用有两个重要前提：首先，不能存在“内部人控制”的情况。任何激励计划都必须掌握在所有者及其信任的托管者（董事会）手中，否则某些经理人员会利用自己手中的权力，为自己谋取非分的报酬。其次，必须具备有效的证券市场。因为股票期权制度的必要假设是股价必须在相当程度上反映上市公司的基本面，这样才能形成对高层经理人员的度量评价功能。

（缘）信息披露制度

公司治理的核心就是要对公司业绩进行有效的监督，当公司业绩出现问题时监督者能做出迅速的反应。因此，公司治理必须依赖于公司的透明度。为了保证公司及时、真实和全面地向投资者披露公司的经营状况等信息，各国的证券管理体制都对上市公司的信息披露提出了强制性要求。

从理论上来说，投资者可以通过契约条款来约束内部人的侵权行为，并促使内部人及时披露信息。但是，在证券市场的实践中，公司从欺诈、公布虚假信息等机会主义行为中获利的现象非常普遍，其原因如下：一是不可能制定内部人“侵权”风险得到完全估计的契约；二是契约监督机构会因政治压力、能力制约、寻租、自身腐败等因素不可能或不愿意去实施这种复杂的契约。因此，建立以提高公司运作透明度为核心的强制性信息披露制度对完善公司治理机制、有效保护投资者权力乃至保持证券市场的健康是必不可少的。

（远）银行的债权治理

企业外部融资的来源，除了直接融资以外，还有以银行为主要筹资对象的间接融资。从现代公司治理的结构理论出发，银行作为企业的主要债权人，可以发挥重要的治理功能，客观上能对股东利益的保护起到重要作用。这是因为：①银行具有关注企业生存和发展的动机，银行和股东的利益是相容的，银行参加公司治理，不仅有利于维护银行的利益，也有利于维护股东的利益；②由于银行掌握的信息比较充分，具有控制和监督企业资金流的能力，因此，银行的监督具有操作性强、效率高的特点；③银行的债权约束具有刚性，即“相机控制权”，因此，银行的监督有利于约束代理人的行为，维护股东权益不受侵蚀；④银行具有比较丰富的人力资源和健全的组织管理体系，能保证银行监督的质量。

（苑）控制权市场和经理市场

控制权市场和经理市场是指以市场来配置控制权和经理人。公司控制权及代表权只要是在公平竞争条件下进行争夺，不论这种争夺是否成功，都有利于目标公司的股东。因此：①在既定的股东权益下，在可能由于目前代理人不尽责导致管理不善的状况下，公司业绩提高的潜力巨大，管理权和控制权的争夺使这种潜力得以发挥；②以公司控制权为目标的争夺增加了将公司资产转向更有价值的用途的可能性。

经理人市场的存在也是公司内部控制机制优化的必要条件，这是因为高级管理人员的能力和品质直接关系到最佳治理结构的形成，关系到公司经营发展的成败。

运作良好的经理人市场可以防止经理人员对企业进行无效运作，表现不佳的经理人将面临失去工作的威胁。因此，适当竞争的经理人市场是保证公司治理规范化和有效提高投资者保护程度的重要机制。

源苑 投资者关系管理

投资者关系管理是企业股东以及投资者之间建立并加强信赖关系的一种交流行为。当今公司的财务资源配置由间接融资逐渐向直接融资转变，这决定了企业必须与投资者建立起良好的关系，以降低公司财务融资成本，提升公司价值。

公司若想得到投资者的信赖、支持，就必须向投资者如实、及时地提供他们关心的或有助于他们做出决策的各种信息。只有投资者才是资本市场的主角，他们必须得到众多资本市场参与者（上市公司）的充分尊重。公司通过向投资者提供比法规规定的义务范围更多的信息，投资者才能感到公司对其的诚意和尊敬，从而愿意购买和持有公司发行的各类证券，对企业进行投资。公司的基本愿望就是希望那些购买本公司股票的投资者，能够长期持有本公司的股份，而且不断地有新的投资者加入本公司股东的行列。总之，与投资者、股东们建立和保持良好的关系，使他们作为稳定的股东长期支持公司的发展，对于降低公司的资本成本、扩大经营范围、提高经营效率和竞争力，都具有重要作用。

源苑 投资者关系管理的概念

投资者关系管理（Investor Relations Management, IRM），有时也简称为投资者关系，包含相当广泛的意义。它既包括上市公司与股东、债权人和潜在投资者之间的关系管理，也包括在与投资者沟通的过程中，上市公司与资本市场各类中介机构之间的关系管理。在投资者关系管理几十年的发展过程中，各国基于自身市场环境形成了对投资者关系管理不同的表述。全美投资者关系协会（National Investor Relations Institute, NIRI）对投资者关系的定义是：“投资者关系是公司的战略管理职责，它运用金融、沟通和市场营销学的方法来管理公司与金融机构及其他投资者之间的信息交流，以实现企业价值最大化。”加拿大投资者关系管理协会（Canadian Investor Relations Institute, CIRI）认为：“投资者关系是指公司综合运用金融、市场营销和沟通的方法，向已有的投资者和潜在的投资者介绍公司的经营和发展前景，以便其在获得充分信息的情况下做出投资决策。有效的投资者关系有利于提高市场对公司的相对估价水平，从而降低资本成本，并且成为公司管理层听取投资者建议的渠道。”

虽然表述多种多样，但从这些定义里，我们可以大致总结出它们的两个共性特征：第一，投资者关系是信息从公司传递到投资者或潜在投资者的活动，所以这个活动必须依据投资者的需求来考虑各种手段、方法的使用；第二，投资者关系不是一个单向的信息传递过程，公司向投资者传递信息，同时在沟通的过程中也向投资者收集信息，在投资者和公司之间形成良好的互动，公司和投资者都能在此互动过程中受益。综上，投资者关系管理可以总结为是公司通过充分地信息披露，并运用金融和市场营销的原理，加强与投资者和潜在投资者之间的沟通，促进投资者对公

司的了解和认同，实现公司价值最大化的战略管理行为。

源 投资者关系管理的起源和发展

作为成熟资本市场的产物，源源自美国。股票市场上社会公众大量参与，最终孕育了源的诞生。实际上早在 20 世纪 60 年代，美国就开始有个人投资者涉足股票市场。起先，公司的股东主要是那些为数不多的有钱人（拥有百万美元左右的资产），他们是投行家、经纪商、信托部门、投资顾问和银行的客户，公司只需要对他们负责。但逐渐地，公司发现那些持股量仅为 1 股或 10 股，甚至不足 1 股的小股东越来越多。中小股东甚至逐渐成为公司再次募集资金时主要的推销对象。

与此同时，这些小股东也开始要求自己的利益，以保障自身的权利。这给公司管理层出了一个新难题，因为长期以来他们只习惯于跟那些有长期合作关系的银行、投行家和保险公司打交道，而没有一点跟小股东沟通的经验。在众多小股东的压力下，管理层不得不转而求助大众传播专家。一些大公司就启用自身的公众关系部（源），但大部分公司求助于外界专家顾问。那些选用自己公众关系部的公司就将这一职责定名为股东关系（源）管理，职责范围主要是准备年报、季报及一些财务信息的披露。年度的股东大会主要还是由公司秘书、外界的法律顾问等人来安排。这些可谓是源的初级阶段。

起用这种大众传播人士来从事股东关系的操作同真正意义上的源还是有较大差距的。因为大众传播人士眼中的股东关系还只是宣传、促销和盛典的代名词。找出可靠的向投资者和金融界传播信息的方式与找出将潜在投资者和影响其投资决策的需求、看法、关注点等信息有效地反馈给管理层的方式成为源的两大难题。于是，公司意识到需要设立专门的投资者关系职能部门来履行它的职责。

在此后的几十年里，源得到了突飞猛进的发展。大公司开始纷纷设立专门的源部门，各国专门的源组织和行业规范也纷纷出台，为本国公司的源发展起到了指导和推动的作用。经过几十年的发展，投资者关系有了更为丰富的内涵和操作工具。源工作地域的延伸、信息披露内涵的延伸和信息沟通媒介的日益完善，都为源提供了机遇，更提出了挑战！企业需要注意到上述问题的内涵，不断改进自己的源，满足投资者的需要，才能在未来的融资市场上获得先机！

源 投资者关系管理的基本原理

（员）投资者关系管理的根本目标是实现公司可持续的融资战略

良好的投资者关系管理可以为上市公司的再融资活动提供强有力的支持。这里所说的投资者关系管理包括做出再融资决策前的日常投资者关系管理和针对再融资决策而开展的投资者关系促进。投资者对再融资项目的支持是决定融资能否成功的关键，如果没有良好的投资者关系管理在股东与公司之间架起沟通的桥梁，以致投资者不能够理解和认同融资项目的前景，或者是公司做出的再融资决定损害了现有股东的利益，那就很难指望现有股东对融资项目增加投资，也就更难吸引到其他投资者的投资了。因此，寻求再融资的企业必须有良好的日常投资者关系做基础，而

不能仅仅将投资者关系管理理解为一种形式上的东西，寄希望于通过临时的投资者关系促进措施而取得再融资的成功。

更进一步讲，投资者关系管理有助于提升公司的价值，从而实现公司的可持续融资。公司价值不同于通常所说的企业资产的价值。它不仅是企业的利润和净资产所能体现的公司过去和现在的价值，更重要的是企业的未来，是企业在过去和现有基础上的盈利能力和发展潜力，是企业的已有投资者和有意投资者对企业的一种预期。因此，公司价值的提升，是伴随着公司自身实实在在的良好前景和投资者对公司的良好预期而来的。投资者关系管理将有助于投资者对公司价值的发现及长期看好，有助于提高投资者对公司的认同度和忠诚度，进而实现公司价值的提升。而公司价值的持续提升，自然会吸引来更多投资者资金的支持，从而可以实现公司的可持续融资。

(圆) 投资者关系管理的核心是通过沟通促进了解和认同

在目前证券市场不断发展、上市公司数量不断增加、投资品种日渐丰富的情况下，如何让投资者发现公司价值，并且保持对公司的长期认可并不是一件容易的事情。因此，如何与投资者有效沟通，促使他们全面、真实地认知公司，是摆在公司面前的一项重要任务。

投资者关系管理的核心就是通过与投资者有效地沟通，促进他们对公司的了解和认同。在沟通的过程中，首先应当注意的是，公司应当将投资者关系管理作为公司长期持续的一种观念和态度，与投资者平等、诚恳、相互尊重地沟通，取得投资者的信任，其次，就是要讲究沟通的方式、方法，注意运用资本营销等技术，从而增强沟通的效果。

(猿) 投资者关系管理沟通的内容是影响投资者决策的相关信息

投资者关系管理本身是一种与投资者相互沟通的过程，电话、参观、分析师会、小型说明会、一对一介绍、路演等形式将被广泛运用于投资者关系管理。因此，在这个互动交流的过程中，由于投资者对公司了解深浅不同、投资偏好不同，必然会提出各种各样的个性化问题，其交流的内容也就远远大于强制信息披露的内容。所以，投资者关系管理中，公司与投资者沟通的内容是与投资者决策相关的信息，而不仅仅是强制信息披露要求的信息。通过这种沟通，公司一方面可以了解到投资者对公司的认知，一方面也需要进一步判断，哪些信息有可能形成股价敏感信息，需要公开予以披露。

(源) 投资者关系管理的对象是公司的投资者或潜在投资者

在充分信息披露的前提下，公司应当根据不同的投资者对象——机构投资者、个人投资者、潜在投资者，针对他们不同的需求，采取不同的形式，重点交流其关注的信息。

投资者关系管理的对象有投资者和潜在投资者之分，投资者又有机构投资者和个人投资者之分。因此，在与投资者交流的过程中，公司也应当根据投资者的不同性质，有所侧重地与之交流。比如，潜在投资者可能对公司没有系统的了解，甚至

对公司所处的行业也不明确，公司就应当主要与之交流行业特点，并突出公司特点和价值所在，而机构投资者甚至公司的战略投资者，熟谙公司的背景和特点，与之交流则应侧重使其对公司的发展规划和战略部署建立长期信任。个人投资者有的善于短线操作，有的看好企业未来发展，愿意长期持有公司股份，公司也应根据其不同的需求分别给予其所关注的信息，从而针对投资者的不同需求点，实现高效沟通。

（缘）投资者关系管理的基础是充分的信息披露

投资者关系管理采用了多样的形式、有效的手段，以及快捷的渠道与投资者进行沟通，增强了公司与投资者之间沟通的效果，有利于形成投资者对公司的了解和认同。事实上，有的公司存在一种误区，认为投资者关系管理就是试图利用各种形式和工具将公司的好消息告知公众，甚至讨好股东，而对于那些不利于公司的消息却避而不谈或避重就轻，以免损害公司形象。

实际上，这样的想法是完全错误的，任何公司都不会只存在对公司有利的信息，公司不可避免地要碰到一些负面信息，而投资者并不害怕听到不利消息，而最具伤害的是对公司信息的不知情。公司有好消息时和投资者交流固然很重要，但在公司出现危机时，及时与投资者沟通就越发重要了，掖掖藏藏也许可以解决一时的问题，但必将会引发投资者对公司的诚信产生质疑这一更大的危机，对公司在资本市场中的形象造成长期损害。因此，只有在充分信息披露的基础上，通过及时有效地沟通，化解不必要的误会，显示公司诚信的态度，方可赢得投资者的长期信任。

灏 投资者关系管理的实施框架

（员）确定投资者关系管理的战略

上市公司实施投资者关系管理，必须根据公司的总体战略制定科学的投资者关系战略，以统驭公司的投资者关系管理工作。一个完整的投资者关系战略应当包括投资者关系管理在公司战略或公司发展中的位置、实施投资者关系管理要达到的目标、公司在资本市场的形象定位和需要传递给投资者的重要信息，以及实施投资者关系管理的组织保障、手段、渠道、工具、时间安排等具体策略。具体来说，公司在确定投资者关系管理战略时大致可以分为以下几个步骤：

①考察公司的总体战略。投资者关系管理战略是公司整体战略的重要组成部分，其在公司战略管理中的作用如图 圆-圆所示。只有投资者关系管理战略与其他职能战略协调统一才能为公司战略的成功做出贡献，因此，制定一个理想的投资者关系管理战略包含两方面的内容：一是对公司战略要有一个准确的把握，领会公司战略对公司定位、使命的概括，从而为投资者关系管理战略的制定提供依据；二是确保投资者关系管理战略与公司其他战略的一致性，在制定投资者关系管理战略时，投资者关系人员和经理要与其他职能的经理和领导接触，取得他们的认同，从而使投资者关系管理战略取得最大效应。

②研究市场。研究市场不仅仅在于知道证券市场的基本数据和特点，还要能够识别市场的需求和愿望，在满足市场需求和愿望的过程中使企业获益。投资者关系

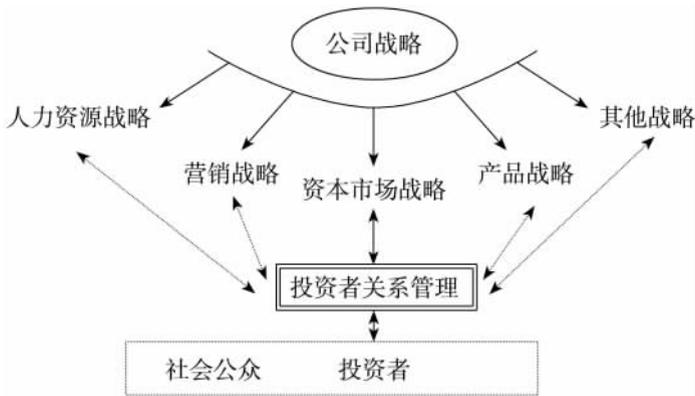


图 圆-圆 投资者关系管理在公司战略管理中的作用

管理面对的是一个不断变动的市场，比如在 圆园园年 上半年，网络股独领风骚，涉足互联网的上市公司受到投资者的追捧，但是随着对互联网企业盈利能力质疑的加强，互联网企业和涉足互联网的上市公司的股票价格开始下跌。在这个时候，如果互联网企业还想要在证券市场上获取资本的支持，那无疑是一件非常困难的事情。

③分析公司的产业、财务、经营等具体情况。在考察公司的战略和分析市场的基础上，进一步分析公司的产业、财务和经营情况。这不仅要考察公司的过去，还要研究和预测未来。通过这种分析，使公司更加认清自身的状况，以便制定切合公司实际的投资者关系战略。

④考察公司的投资者关系现状。公司当前的投资者关系状况是今后实施投资者关系管理的基础和起点，在系统实施投资者关系管理或改变投资者关系战略前，公司应当对投资者关系的现状进行分析。常用的分析方式有：面向投资者（包括机构投资者和中小投资者）的调查；对财经记者的调查，或者搜集、分析媒体报道；对分析师的调查；对成交量、换手率、股价走势、股价的相对走势、估价指标（如市盈率或相对市盈率）、机构或中小投资者持股数量、分析师报告数量、分析师建议等数据进行分析。通过上述调查和分析，投资者关系部门负责人应当形成公司当前投资者关系现状的报告。对于一家持续实施投资者关系管理的上市公司，投资者关系部门负责人应当定期（每年或半年）或不定期对公司的投资者关系状况进行分析，形成分析报告，供决策层参考。

⑤制定投资者关系管理战略。在上述研究、分析的基础上，公司进入投资者关系管理战略的制定阶段。制定投资者关系管理战略要坚持以下原则：一是有效地配合公司总体战略，为公司的总体战略服务；二是要实事求是，结合公司自身的现实状况，否则会让投资者产生不诚实的感觉，从而无法建立起稳固、相互信赖的投资者关系。

（圆）确立信息汇集和发布的组织和机制

①组织。随着资本市场的发展，投资者关系管理不仅仅是为股东和潜在投资者的服务，投资者关系管理中还加入了越来越多的营销的内容，需要专业的人员来策

划和组织实施投资者关系管理活动。要创造一流的以市场为导向的投资者关系管理必须具备以下三个要素：管理层的支持、具有专门负责投资者关系功能的部门，以及配备一定的具有专业知识和丰富经验的专业人员。

如何恰当地设置投资者关系部门应根据公司自身的业务规模、组织结构等特点来决定。例如，一家“一个法人、多种业务”的上市公司和一家“多个法人、多种业务”的上市公司的投资者关系管理组织结构很可能是不同的。

公司常设组织机构如图 圆-猿所示。

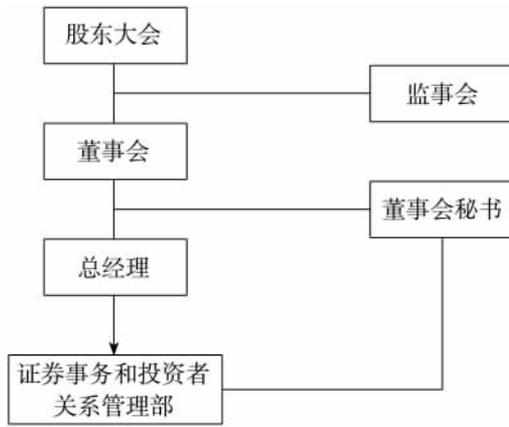


图 圆-猿 常设组织机构设计举例

部门设立后，下一步就是为组织配备合适的工作人员，结合我国上市公司的普遍情况，专门投资者关系管理机构应当由公司董事会秘书负责，配备若干名工作人员，并根据交易所的规定指定一名工作人员为证券事务代表，在董事会秘书不能履行职责时，代行董事会秘书职责。

②机制。投资者关系管理对企业信息流具有特别的要求，需要在公司层次上进行集中领导，但是将各分部或互有联系的组织单位垂直置于某一个主管人员的权力之下几乎是不可能的。这就要求增加正式的报告关系和跨单位协作。没有这种双重报告关系和非正式的网络合作，企业信息披露就会政出多门、造成混乱。特别是对于一家大型上市公司，通过组织和规范建立起公司信息汇集和发布的机制必须要明确以下两点：

一是建立公司内部信息归集和发布规范。公司各经营部门及下属控股公司应及时将国家政策、生产、销售、价格、财务、会计、税收、投资、合作、担保、诉讼等信息归集到投资者关系管理部，投资者关系管理部根据相关法规及公司《信息披露规则》、《投资者关系管理制度》等进行信息披露并与投资者进行沟通。投资者关系管理部应当与公司公共关系部门、宣传部门等建立定期、即时的沟通机制，协调公司信息发布工作。

二是在不泄露商业秘密和影响生产经营的前提下，公司其他部门及下属控股公司应在投资者关系管理人员的统一协调下参与投资者关系管理活动。

（猿）沟通的内容

无论是通过指定渠道披露信息，还是采用分析师会、小型见面会、一对一沟通、电话问答，以及现场参观等形式，都是要将公司展示给投资者，让投资者了解其投资决策的有关信息，而这些信息涉及到公司的方方面面。

①公司的发展战略。在投资者关系管理中，战略沟通处于一个非常重要的位置。目前，国内有很多上市公司在制定战略规划后，却不能将企业的战略意图清晰地传达给投资者。由于缺乏有效的战略沟通，投资者甚至连企业是做什么的、要做什么都不知道。这种模糊的状况一方面源于企业缺少与投资者的战略沟通，另一方面与企业战略具有高度的抽象性不无关系。所以，应当将一个公司的战略内容分解为若干部分，如公司产业发展方向、公司竞争的战略、公司职能战略等比较具体的几个方面，把与投资者进行沟通落实到实处。

②公司经营、管理、财务及运营过程中的动态信息。企业战略既定之后，面临的是实实在在的组织实施过程，而在这一阶段，又有许多信息需要与投资者沟通。这些信息主要包括公司的生产经营、新产品或新技术的研究开发、重大投资决策、重大重组、对外合作、管理层变动、财务状况、经营业绩、股利分配、管理模式、股东大会、董事会决议等各种公司运营过程中的信息。值得注意的是，在公司经营不断演进的过程中，公司需要持续不断地向投资者传递信息，使投资者了解到真实的公司。投资者关系管理就是要形成一种主动、持续、动态地与投资者沟通的机制，达到投资者对公司长期认同的效果。

③企业文化。企业文化包括：企业员工所共有的观念、价值取向以及行为等外在表现形式；由管理作风和管理观念构成的管理氛围；由企业的管理制度和管理程序构成的管理氛围；书面和非书面形式的标准和程序等方面的内容。其之所以成为公司和投资者交流的重要内容在于企业文化作为一种思想观念和行为习惯，不但对企业的发展产生潜移默化的作用，而且也是投资者投资偏好的重要内容。投资者选择投资公司时，某种程度上也是选择公司的企业文化，是对某种文化的认同。比如：选择麦当劳就是选择一种美国式的开放、自由、快捷、轻松；选择索尼，认同的是一种日本式的精巧、创新；喜欢奔驰的人所倾慕的则是德国式的严谨、精细、气派和古典。因此，企业文化相当于企业的标签。受欢迎的企业文化首先在企业内部形成一股合力，在企业对外形象以及与投资者交流的过程中得以彰显，这必将赢得投资者，从而赢得竞争。

④企业外部环境及其他信息。任何企业都必然要受到其所处的外部环境的影响，尤其是现代企业日益受外部环境的作用和影响，因此，外部环境的变化也是投资者关注的重要内容。政治环境，包括国内、国际环境；法律环境，包括产业政策、政府订货、补贴政策等；经济环境，包括宏观经济的总体运行、财政政策、税收政策等；社会环境，包括社会文化、社会习俗、公众价值标准等。外部环境信息对公司投资者关系人员的信息敏感度提出了更高的要求，一些看起来似乎联系不大或不被公司重视的信息，有可能正是投资者感兴趣的话题。因此，只有持续不间断

地与投资者沟通，才能促进双方的了解。

（源）沟通的渠道

最后，简单介绍一下投资者关系管理沟通的渠道。一般来说，与投资者进行沟通的渠道很多，有定期的报告也有不定期的沟通方式，有日常沟通也有特殊事件沟通，总结起来大致可分为如下几类：年报、公告、股东大会、分析师会议或说明会、网站、广告、媒体采访及报道、与重要投资者一对一沟通、电话咨询和邮寄资料、组织重要投资者现场参观及路演。只有保持与投资者沟通渠道的有效、畅通，才可以称得上将投资者关系管理真正落到实处。

缘缘缘投资者忠诚度管理

缘缘投资者忠诚度的客观基础与基本管理框架

投资者为什么能对公司忠诚，关键在于公司充分地满足了他们的需要。那么，投资者有哪些基本需要呢？要知道这一点，需要考察在资本市场上，投资者如何确定其投资方向。

投资者决定投资方向的唯一考量因素是投资价值。但是投资价值往往是一个非常复杂的因素。它既不是证券市场价值所能简单列示的，又不是现行财务报告系统所能确认和计量的。确定投资价值，投资者必须在四方面做出考量。

其一，任何投资价值取决于未来而不是过去。尽管公司过去的业绩一定程度上有助于投资者对公司的未来做出预测，但是任何企业的价值最终由未来期望而非过去事实所决定。

其二，价值是资本市场基于公司表现的预期。这表明，投资价值一定程度上取决于投资者对公司未来所具有信心的强弱，只是对公司未来所作的一种判断。一家公司即使拥有了世界上最优秀的管理者和最卓越的价值创造战略，但如果不为资本市场感知并认同，也就无法实现其公司价值的提升，甚至无法在资本市场上形成公司价值。这表明资本市场对公司未来表现的预期和投资者的信心对公司的价值具有重要影响。

其三，投资者投入的是现金，他们对未来获取现金水平的期望从根本上决定着资本市场上企业的价值。公司拥有的价值，恰在于它有足够的现金流派给投资者，不具有确定的未来高水平派现能力的公司是无法筹集到足够的资本的。投资者关注的现金流一般是指“自由现金流”，即公司本年度经营活动现金净流量，减去未来一年公司正常运营投入资本追加额后的余额。所以，确切地定义，任何公司的价值肯定是未来产生的自由现金流能力的函数。企业现在拥有的资产或价值并能决定下一年度自由现金流是正值，它仅表明投资者相信公司未来（可以是一年，也可以是几年）具有产生正向自由现金流的能力。如果投资者根本不相信公司具有这种能力，那么公司对他而言就一文不值。

其四，由于公司向投资者提供的现金流在未来才出现，所以这些不同时间段的现金流需要进行折现处理，才能确定现在的时点公司的价值是多少。

因此，不难得出这样的结论，如果投资者对公司价值的期望不断得到满足，即

公司实际提供的现金流比较接近甚至超过了投资者的预期，则投资者对公司会产生满意感，反复如此，投资者自然而然就会愿意长期持有公司股票，成为公司的股东，从而成为忠实的投资者。从公司治理的角度看，良好的公司股东，不仅是一个积极的投资者，拥有大量公司的股票、债券，坐镇董事会，监督经理人员，主动参与公司的各项策略的选择，有权解聘经理人员，甚至于干脆赤膊上阵直接去管理公司，而且是一个忠诚的投资者，即对公司抱有极大的感恩之心、同情之心、理解之心，对公司一时的失误具有高度的忍耐力，对公司的未来充满信心。

任何投资者的基本目标都是一致的——追求丰厚的回报。当然也有例外，例如，一些投资者为了对企业施加影响甚至取得企业的控制权，并不把能否取得足够回报作为投资的目标。一些想回报社会和家乡的投资者，希望通过提供资本和技术促进社会或家乡经济发展。此时，盈利已不再是他们投资的主要动机。但是，这些动机只属于投资决策中的极个别现象，对资本提供者希望获得最高的资本回报这一愿望不具有普遍影响。

随着资本市场日益发达，投融资渠道、范围迅速扩大，资本竞争的格局日益激烈。一个企业为了在资本市场中赢得更多的资本份额，传统的筹资管理办法已经“捉襟见肘”，需要像市场营销赢得客户一样，去资本市场进行融资营销以赢得更多的投资者。要赢得投资者的信任，需要做好以下工作：

一是了解你的市场。谁是你最重要（需要努力争取的）投资者，他们需要什么样的投资机会。

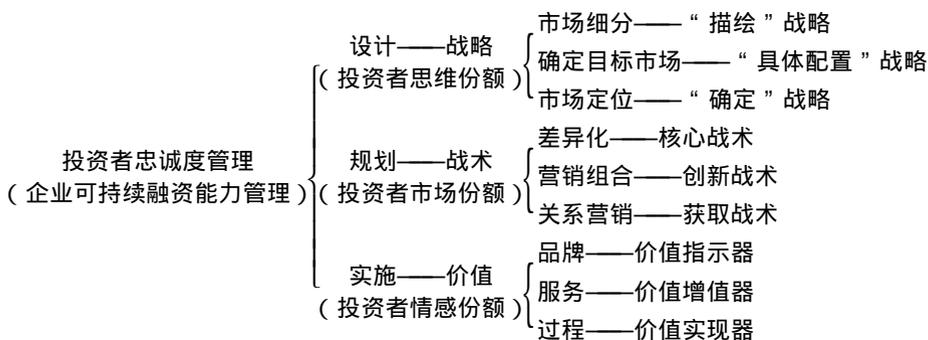
二是了解你的产品。企业应力求把自身的业务及发展亮点向投资者做充分的展示，表明自己确实是投资者所寻找的投资对象。有力和诚实地证明自己有能力满足投资者需要的能力，这对成功地赢得投资者的信任是十分重要的。

三是知道如何有效地进行沟通。采取为投资者乐于接受的方式展示自我，获取投资者充分的信任，让投资者确信公司确实提供了其他公司所不具备的更加适合他们的更好的风险回报前景。

投资者忠诚度管理也可以描述为公司可持续融资能力管理模型。主要借鉴市场营销的原理，将企业可持续融资能力管理分为三个基本环节：战略、战术、价值，再细分为九大要素（如表 8-1 所示）。

表 8-1

投资者忠诚度管理



投资者忠诚度的战略管理——赢得投资者的思维份额

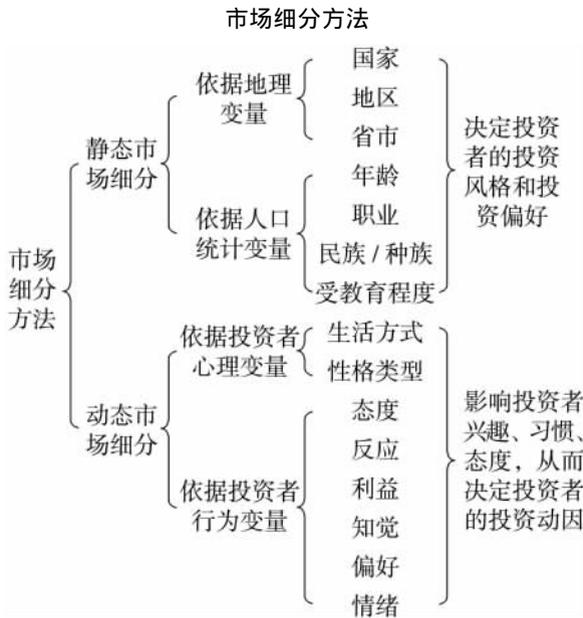
(员) 市场细分：理性地分析投资者

公司一般采用两种方法来吸引投资者：细分资本市场，把资本市场所有主体，包括现实或潜在主体都作为融资对象。前者为市场细分战略，后者为大规模营销战略。开展大规模营销融资，能够发掘最大规模的潜在资本市场，并使融资手段变得简单化和标准化，但这样做的实际效果不好，因此一般企业不会实际采用。

企业通常采用市场细分的方法来锁定融资对象，即将资本市场划分成具有类似特征的规模较小的若干细分市场，然后判断哪一个细分市场才是企业所愿意融资而又有可能为公司提供资金来源的市场。市场细分后，公司能更有效地开展营销，能够把营销组合（产品、价格、广告等）对准那些最有可能接受公司融资要求的投资者。市场细分是一门能够识别和瞄准资本市场某一时间里出现的融资机会的艺术，同时它又是一门能够从地理变量、人口统计变量、心理变量，以及行为、文化类型变量等角度观察资本市场特征的科学。公司要有足够的创造性去发现潜在的投资者，而且还必须通过使用细分变量来清楚地辨识出潜在投资者，它对公司后续融资行为有着决定性的影响。

市场细分方法如表 圆-猿所示。

表 圆-猿



(圆) 确定目标市场：有效配置你掌握的资源并经济地锁定融资对象

决定一个细分市场成为公司融资的目标市场，必须充分考虑三个因素：其一，目标细分市场的容量还有多大；其二，确定的目标市场与公司融资能力是否匹配；其三，目标细分市场的选择必须基于公司现有（可定义、可计量从而可确定无误地说得清楚）的竞争形势。

（猿）市场定位：热情诚实地引导你的投资者，使其对你产生好感和信赖

目标市场确定后，公司必须迅速让投资者接受并认可公司融资要求及预期效果，从而让投资者逐步地建立对公司的兴趣、信心。要取得投资者的信任，公司应该注意三点：一是融资公司必须具有确定无疑的竞争力；二是公司必须在信息的使用和分享方面具有正直诚实的声誉；三是公司对投资者必须报以非常友善的态度，而不能有丝毫的“圈钱”心理。公司通过对投资者期望、公司内部能力、企业产业优势、内外部环境等可能变化的方面进行全面评估来锁定具体的目标市场，即融资对象——具体投资者，进而进行充分地沟通并做出承诺以获取投资者的信任。

獾投资者忠诚度的战术管理——赢得投资者的市场份额

（员）差异化：整合业务、背景和基础资源

融资营销中的差异化是指对提供给投资者的业务（提供什么具体内容）、背景（如何提供）以及基础资源（提供能力）进行整合。其中，业务是根本，是形成差异的基础，成为投资者对投资业务做出价值评估的具体对象，是差异化战术的主体。背景是公司实现价值的环境，例如，企业文化、品格、社会影响及技术科技含量等，是差异化战术的灵魂，能帮助投资者感知并深信投资业务的信心。基础资源是指企业赖以存在和发展的多项基本条件，是形成持续差异化优势的根本基础。从理论上讲，一个公司业务、背景、基础资源本身质量的不断提高和动态整合，需要一个较长时间才能完成，而且是一个持续优化的过程。但一旦公司出现在融资市场定位的投资者面前，必须准确、清晰、充分地向投资者传递公司业务、背景、基础资源的质量及整合优势，从而形成鲜明的差异化特征，以引起投资者的应有关注，进而使其做出投资的决策。

（圆）营销组合：整合融资物与通路

作为公司融资营销战术的第二个要素，营销组合主要是向投资者提供整合融资物（包括渠道与促销），以形成鲜明的市场与获利特征，从而对目标市场投资者产生强烈的吸引力。

投资者对资本市场的产品的偏好经常受到市场游戏规则的直接影响。投资者，不论是个人还是机构，在选择投资产品时都有自己的偏好。风险投资者一般不购买普通股票，他们需要的是一些能保证他们在投资价值得到实现后，能立即退出的金融产品。这些产品一般包括优先股、股票奖励期权、契约。融资类产品的定价对融资活动的成败也有重大影响。聪明的投资者会根据从公司提供的产品所获得的价值来判断公司融资产品价格的合理性。对于投资者，价值是其得到的东西，而价格是其付出的东西。价格与价值相当，投资者会认为价格公道。但这一点往往很难做到。一般的，公司有高估价格的倾向，而投资者出于谨慎有低估价值的倾向。因此，在融资产品营销初期，公司与投资者进行较为充分的沟通，以统一双方对融资产品若干基本面的认识，对于消除双方在融资产品定价过程中的分歧，减少价格与价值的背离，从而顺利地进行融资业务谈判是非常必要的。

融资渠道的选择比较简单，公司可以自己在证券市场上或网络上寻找投资对

象，或者委托经纪商或机构投资者去物色融资对象。

融资产品的促销是营销组合整合渠道中十分关键的一项工作。在促销过程中，公司选择合适的沟通工具来提供目标投资者对公司的认知并强化其好印象是非常重要的。资本市场提供了一系列现成的促销工具，包括人员推销（融资初期）、公共关系（融资过程）、投资者关系（融资成功后）等，满足了融资公司与目标投资者进行充分有效沟通的需要。

（猿）关系营销：实现公司与投资者利益的共赢

关系营销本质上是让投资者长期拥有公司的金融产品。我们应该看到，资本市场的营销与一般产品或服务的营销具有较大的不同。首先，在资本市场上，销售产品实际上是通过金融产品来代表公司的获利（或创造价值）的能力，而在产品和服务市场上，产品代表着能满足客户使用需要的功能和质量；其次，购买者的动机不同，产品市场上的客户购买产品是用于消费或生产，而资本市场投资者是为了从中直接获利。

在资本市场上，投资者对信息需求特别强烈，而且他们对出现的每一个投资者都报以很明显的怀疑态度。由于投资的长期性，融资营销并不会因融资成功而中止，成为公司整个生命周期中自始至终必须做好的一项工作。投资者购买的是公司的未来，因此，公司融资成功后，作为融资营销的一部分，公司还有责任经常向投资者报告公司的市场状况及前景、财务生存能力和获利能力，以使投资者对公司的投资价值有动态判断，从而进一步做出明确的投资决策。一旦确定了非常有可能对公司进行投资的投资者，公司就应该立即很专业地接近这些投资者，以投资者喜闻乐见的方式来展示满足投资者要求的有关的公司宗旨、业务前景、财务生存能力，以及盈利性等信息。为此，必须对投资者最关注的要点做出判断：投资者寻求的是年金，还是短期或长期回报？他们想了解公司所处的行业和商业模式吗？他们过去做过哪些投资？他们主要关心公司哪些方面？在成功地建立起投资者对公司的信心后，公司必须趁热打铁，不断扩展和深化与投资者之间的关系以尽快实现相互充分信任和合作。公司必须有意识地诱导投资者不断更新自己的投资状况、观念和期望，以使投资者的期望与公司的现实保持协调一致。

灃投资者忠诚度的价值管理——赢得投资者的情感份额

投资者与企业的关系，同自然人的恋爱、结婚、居家过日子一样，双方因志同道合而走到一起，也有可能因性格不合而各奔东西。为了维持这种稳定性，必须培养投资者对公司的感情，而公司也要洁身自爱，自强不息，取得优秀的业绩来赢得投资者的“芳心”，使其对公司产生无限的满意感，从而使企业与其成为利益和命运的共同体。投资者忠诚度的价值管理，就是为了不断赢得投资者的感情份额，跨越各种有可能产生感情破裂的陷阱，使投资者与公司形成心心相印、唇齿相依的关系。

（员）品牌：避免让投资者进入商品陷阱

在资本市场营销中，品牌与公司整体相联系。它是公司声誉的体现，代表着给

予或向投资者承诺的价值。因此，品牌就成了公司自资本市场融资的一个价值指示器。

立足融资营销，投资者认同的公司价值（灾）被定义为总收益除以总投入。总收益包括功能性收益（云豐）与情感性收益（耘豐），总投入分为成本（悦）和其他费用（匣）。

灾越云豐耘豐
悦匣匣

功能性收益来源于投资产品能够给投资者带来功能效用的属性，通常与投资产品带给投资者的基本功能有关。以普通股为例，其功能性收益可能是股东通过投票选举董事会对公司事务实现了控制，以及从分红和股票增值中获得的潜在收益。情感性收益的基础是投资产品获得的情感效用，例如，投资公用事业时获得的安全感，投资计算机网络公司带来的兴奋感。

成本是投资者投资时直接付出的，主要体现为投资产品的价格。由于公司融资过程中的许多固有风险，与投资产品感知公平价格（价值）相对应的购买成本（价格）确实存在着差异，而且这种差异不论是在首次公开发行（際酌）还是再融资（孳酌）过程中均不同程度地存在。投资者还会承担其他费用，包括保持对公司所有权所作的追加投资和对公司日常监控所付出的成本。

以上四个因素决定了融资过程的品牌价值。强势品牌由于高收益、低投入而给投资者带来了较高的投资价值，从而给投资者以更大的信心。为此，公司投资者为了实现共同价值的最大化，必须自觉地树立公司强势品牌形象。为了获得能够产生较高价值的品牌资产，需要对品牌进行投资，以建立品牌认知、品牌联想，感知质量和品牌忠诚。品牌认知能给公司品牌带来知名度，品牌联想能积极提升公司品牌实现价值和范围，感知质量扩大了品牌的社会影响力，品牌忠诚则会使品牌带给公司与投资者源源不断的价值。品牌忠诚作为品牌价值的指示器具有特别重要的作用，它能保证公司顺利融资，而为竞争者设立了进入障碍，使公司融资成本不断降低，融资效率不断提高。

（圆）服务：避免投资者对公司产生不满

对公司融资产品而言，服务既是短期也是长期的价值增值器。在融资过程中，公司为投资者提供的服务主要包括：

➤ 当财务报告中公司盈利预测出现了问题，公司能否解决好这个问题并尽快告知投资者？

➤ 当投资者要求时，公司能否及时、可靠地提供有关战略和未来规划的信息？

➤ 公司是否向分析者们提供了足够的综合财务数据，以保障其对公司做出准确的评价？

➤ 公司是否充分、准确、直观地表述了成为投资者合作伙伴的真实意愿？

公司对于以上问题高质量地做出回应，就完成了为投资者提供的基本服务，从而可以大大提高投资者决策的效率和质量，也会加快公司融资速度，降低融资成

本，容易快速实现公司与投资者对融资产品的价值认同。

(猿) 过程：避免让投资者进入功能导向陷阱

公司通过融资营销，实现了三个目标：获得高品质的投资者（目光远大，有良好的信誉，具有投资及监督、监管能力），尽可能降低资本成本，快速筹集所需资本。

不同的融资渠道，如股票、债券、银行贷款等，具有不同的阶段，其管理过程会有所区别。例如，股票筹资，可分为发行前、发行中及发行后三个阶段。股票发行前的公司活动，主要包括制定公司的生存战略、制定财务战略、在目标投资者群体中建立公司良好的形象和声誉、挑选承销商和准备申请上市的各种文件。股票批准发行后，公司必须开展尽职调查、路演、发行定价等。股票成功发行后，公司要维持与投资者、分析师、各种中介机构、交易所等方面的良好关系，同时要切实遵守管制机构的各种文件，及时如实地提供财务报告和其他报告。

一般而言，所有融资过程都分成三类活动：例行服务传递、处理投资者抱怨和新产品开发。第一类活动是公司服务投资者和分析师而例行开展的活动；第二类活动是对那些投资者抱怨进行及时管理以消除误会的活动，做好此项工作很重要，公司在处理抱怨上的任何不当行为都有可能招致致命的后果，或上市未获批准，或发行失败，或股价暴跌；第三类活动是核心，公司要设计新的金融产品和工具来引起投资者的兴趣和热情，从而满足投资者需要，达到顺利、快速、低成本融资的目的。

圆圆摇客户利益

圆圆摇客户利益的性质与地位

客户利益，从公司角度看，表现为客户的各种现实和潜在的需要。客户利益保障，主要解决客户的需要尽可能地由企业予以满足的问题。前已述及，公司实质是各个主体利益的一个共同载体，企业各利益主体，不论是投资者，还是客户和员工，之所以存在于同一个企业之中，表明他们在价值观、经济利益及行为准则等方面有较多的一致性共识。换言之，投资者、客户、员工之间，对各自在企业中的利益不但充分承认，而且充分尊重。同时，这些利益在企业同一游戏规则下又是一个相对客观的量而为大家知晓。这样，企业利益相关各主要方之间在企业中的利益关系是清楚的。从而，决定了一旦产生利益分配方面的矛盾，公司利用既有的公认游戏规则做出管理协调就有可能而且比较容易。

从财务目标角度分析，公司价值最大化目标的实现，完全依赖于公司利益相关者的共同努力，尤其是股东、员工与客户这三个主要的利益主体的团结协作（如图 圆-源所示）。

由图 圆-源可知，公司价值完全是由股东、客户、员工共同创造的，对于公司的存在和发展，这三个主要利益方缺一不可。因此，公司一旦实现了价值，则这三

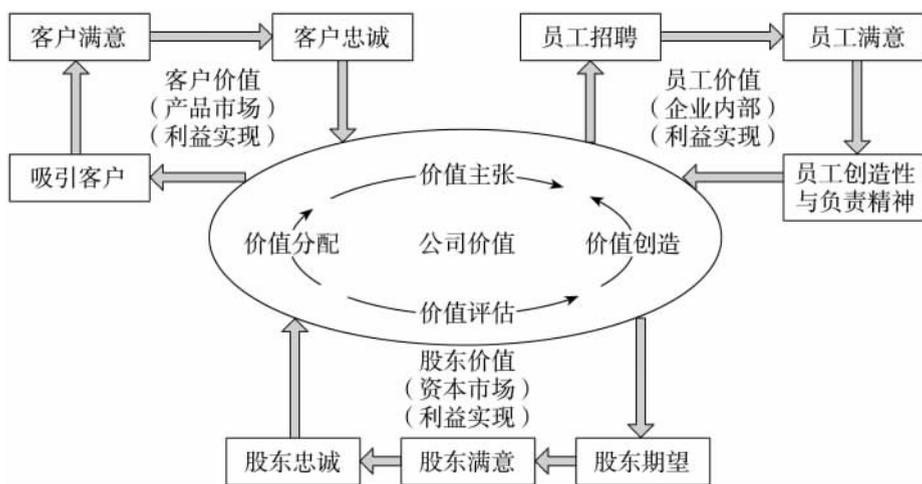


图 8-1 源公司价值创造流程

个利益方都应有平等分享权。在公司价值分配这一问题上，股东、员工、客户的身份是平等的，不存在谁主谁次。正因如此，我们才反复强调充分尊重企业利益相关方各种正当利益要求并尽量使之得到满足的必要性和重要性。但若从对价值创造整个流程展开分析，上述股东、客户、员工在公司价值创造过程中存在着互为因果的关系（如图 8-2 所示）。

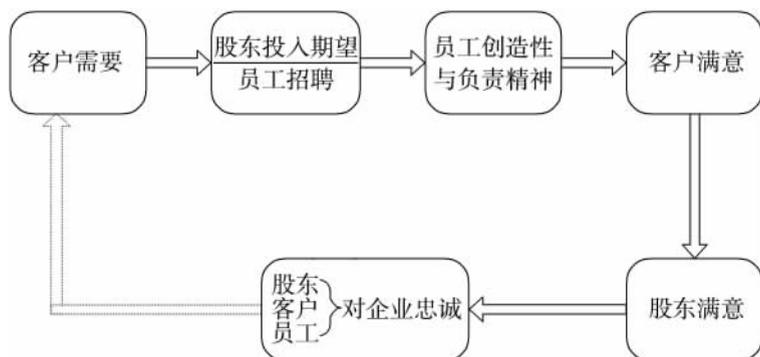


图 8-2 缘公司价值创造中的股东、客户、员工关系图

可见，客户需要是产生企业价值的根本原因。客户把自己的需求交给公司，与股东把自己的资本投入公司，员工把自己的聪明才智贡献给公司并无差别。在某种意义上，客户把需求交给而且永远交给公司，对公司价值的创造乃至公司的存在起着奠基性的作用，这比股东与员工对企业的投入要重要得多。因此，客户需要的不断满足从而使之成为公司忠诚的客户，对公司实现价值持续增长的目标更为根本。从而，使客户利益得到充分的尊重并真正实现，切实保障客户在公司的利益，成为现代公司治理的一大发展和最根本问题，也是现代公司治理区别于传统公司治理制度的主要标志。

客户关系管理

客户利益保障是一个非常复杂的问题，它既牵涉到传统企业制度的改造，因为这将改变长期以来形成的股东与员工在公司中的地位和公司利益分享机制，又涉及宏观环境的配套，社会、政府应当适应这种商业模式和企业制度的演化而相应地出台一些可以规范客户利益保障活动的法规。就现阶段已具备的条件而论，从公司治理意义上看，对客户利益保障机制从三个方面进行介绍，即作为这种保障机制的核心内容、财务应对和系统管理，从而形成了公司客户利益保障的三大内容：客户关系管理、客户对公司控制权的分享、客户价值管理。下面先介绍客户关系管理内容。

客户关系管理的意义

客户关系管理（CRM）的最初思想源于营销管理的三个概念：顾客导向、关系营销、数据库营销。这三个概念随着信息技术和传播技术的进步合而为一，就形成了一个新名词：CRM。尽管现在人们已不再停留在这三个概念合一层面上简单地定义 CRM，但在具体研究中，这三个概念合成的影响还是客观存在的。有人从商业模式角度来定义 CRM，认为 CRM 是把客户置于公司一切决策出发点的一种商业哲学，这显然更多地拓展了顾客导向的营销理念。有人从公司战略角度定义 CRM，认为 CRM 是通过密切的客户关系，努力培养能够给公司带来巨大利润回报的客户，从而实现公司经济的快速健康发展，这无疑是关系营销理论的发展。有人从系统开发角度定义 CRM，认为 CRM 是帮助企业以最便捷、经济的方式满足客户需要，从而实现公司价值最大化，这就是目前非常盛行的商务智能理念。不难看出，这是传统营销学中数据库营销系统在功能和目标方面进一步提升后的结果。本书吸收各种说法的优点，把 CRM 定义为“企业组织、工作流程、技术支持和业务服务，乃至员工招聘定岗、资本募集、投资决策等都以满足客户需要为立足点和基本目标，通过与客户无间断互动，达到与有价值客户形成长期合作关系，获取客户长期价值的目的”。无疑，CRM 既是经营理念的更新，又是管理技术工具的丰富和强化，更是企业基本制度的转型。

客户关系管理为 21 世纪公司经营制胜提供了可能。21 世纪是一个“客户经济”的时代，企业将面临一连串与客户管理相关的挑战，公司价值的基本单元由过去的“交易”已转变成“关系”，这种转变对企业管理者提出了严峻的挑战。谁能将这些挑战转化为机会，谁就拥有竞争优势。例如，过去很多信息为企业所控制，现在客户从互联网可能已获取了比企业提供的多得多的信息，客户对企业、产品服务做出购买决策时比企业还要聪明，企业在产品服务销售中的信息优势已不复存在。过去企业面对单一的营销及服务网络，现在却必须面对多重渠道的考察以及可能带来的渠道整合（信息集成）这些复杂问题。过去企业注重的是市场占有率，现在可能更关注有价值客户的长期占用率。过去企业重视单一产品获利率，现在更看重客户终身价值。过去习惯于以单一产品服务作大众营销，现在则强调以个性化、客户化的产品来满足各类有价值客户的需要。

企业实施客户关系管理制度，企业与客户之间不仅产生了传统意义上的买卖关系，由于经常性的信息交流和互动，两者已形成了大量的信息交流关系和情感沟通关系，从而建立起互动学习关系，最终形成了谁也离不开谁的局面。这样，公司与客户不仅存在着利益关系，而且由于非常丰富的精神生活而结成了友谊，从而使两者的关系变得更加牢靠和高尚。事实上，正如我们给予股东足够多的回报、给予员工足够好的待遇，无非就是要股东继续当股东，而员工留下来继续认真负责地做业务。我们现在要给目标客户带来更多的价值回报，增加客户价值，目的是为了留住这些客户。这样，这些客户就成为有价值的客户，这些客户足够多了，公司价值能够持续增长就毫无悬念了。

新的客户经济催生了新的衡量公司价值的理念和方法。长期以来，我们已习惯于用各种“利润率”即报酬率来衡量具体业务及战略的可行性和合理性，这样做在资本与劳动力资源处于紧缺的时期，无疑是非常有道理的。经营是一门解决稀缺资源有效配置和使用的学问，而投资与劳动力在现代已不是真正稀缺的资源。真正稀缺的资源恰恰就是对企业很有价值的忠实的客户。今天，对于一个公司而言，最难获取的不是资本、产品、雇员或品牌，而是有价值客户的忠诚。客户关系成为新经济中基本的价值来源。现在，客户关系与投资资本一样重要，一个企业现在和将来的客户关系，即客户支持率，尤其是有价值客户的规模和长期化，将从根本上决定公司价值。简言之，在现代，只有客户价值，才是公司价值真正或是最佳的源泉。一个公司不要愁有无资本，能否招聘到员工，只要拥有一大批而且长期高盈利水平的订单，资本和员工一定等待着接纳他们。

图 8-1 客户关系管理的内容

(员) 客户关系管理的框架

客户关系管理的基本框架如图 8-1 所示。

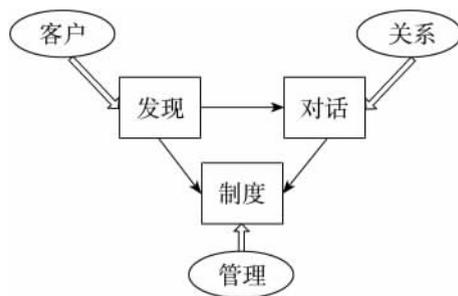


图 8-1 远毅客户关系管理基本框架

①发现：识别客户。从完整的资料中去寻找你所衷情的客户。事实上，资料不可能完备，因此，你必须具有发现客户的能力。发现环节既关注客户带给公司的收入，也关注公司为取得这些客户的全部付出，因此，关注的必须是有价值的客户。

②对话：集中于关系。该环节重视与客户的充分沟通交流，并能保证每次与客户沟通都能使客户价值得到进一步的具体和清晰。对话是在公司提供的产品服务与

客户需要之间建立起非常明确的结构化对应关系，从而平衡公司供给与消费期望之间存在的偏差，促使公司与客户具有统一的价值主张。

③制度：聚焦于发现与对话的经常化和规范化并有创造性。为此公司要制定基本的活动规则，同时鼓励发现与对话取得制度外的积极效果。

(圆) 客户关系管理必须回答的 5 个问题

发现环节：

- ①谁是我们的目标客户？
- ②目标客户的需要和期望是什么？
- ③目标客户潜在价值及有无潜在的目标客户？

对话环节：

- ④我们想与目标客户建立什么样的关系？
- ⑤我们怎样形成与目标客户积极交流的氛围？
- ⑥我们如何与目标客户充分合作并分享控制权？

制度环节：

- ⑦我们是谁（由谁去做）？
- ⑧我们怎样组织才能使公司价值更接近客户，甚至与客户价值融为一体？
- ⑨我们怎样评估和管理所开展活动的绩效？
- ⑩我们怎样具有适应变革并具有积极创新的能力？

在新型企业中，企业与客户既通过产品、服务，也通过对话来交换价值。企业价值与客户价值实现是在同一空间、时间内完成的。因此，企业越接近客户，客户越深入企业，公司价值创造过程就越具有活力。同时，人们的消费倾向越来越表现为短、平、快，只有在公司与客户之间建立实时交流的机制，才能保证企业创造的价值与客户需要的价值保持一致性，这就决定了在未来，公司与客户在所有信息方面必须共享。

(猿) 客户关系管理的核心环节：对话

公司与客户的充分有效对话就成了客户关系管理的基本内容。关系管理表现为一系列对话。对话实质上是一系列经济价值交换，这种经济价值交换发生在公司与客户不间断的交互作用中，引起这种交换行为发生的根本原因是客户的需要。

对话由一系列交换构成，交换的标的物可能是产品、服务、信息或简单的建议，也可能是一些解决方案、知识、工具、流程作业等能够提供价值的一切东西。对话在客户关系管理中的重要作用如图 圆-苑所示。

(源) 对话创造价值和竞争优势

企业要与许多不同的客户对话，从而增加了对话的复杂性和难度。为此，公司要适当划分客户群，并对服务客户对话的渠道数量做出规定，正确选择构建业务框架的途径以提高对话效率，从而使每次与客户对话的具体内容与目标比较明确，从而增强对话效果。图 圆-愿表明，公司与客户充分、及时、有效的对话，会大大提高双方的价值，会有效消除双方在价值创造方面的各种分歧，从而对公司价值创造

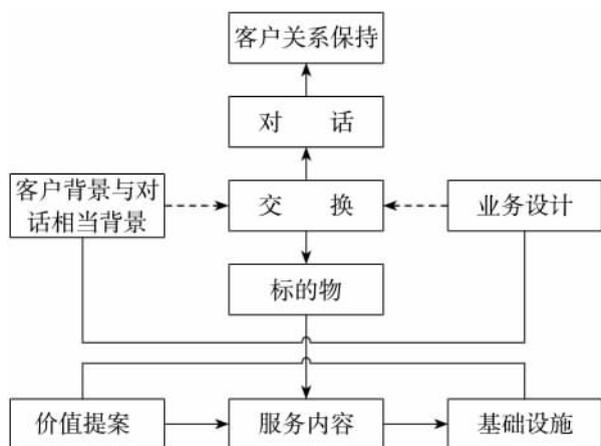


图 8-1 客户管理中的对话

和竞争优势产生良好的促进作用。

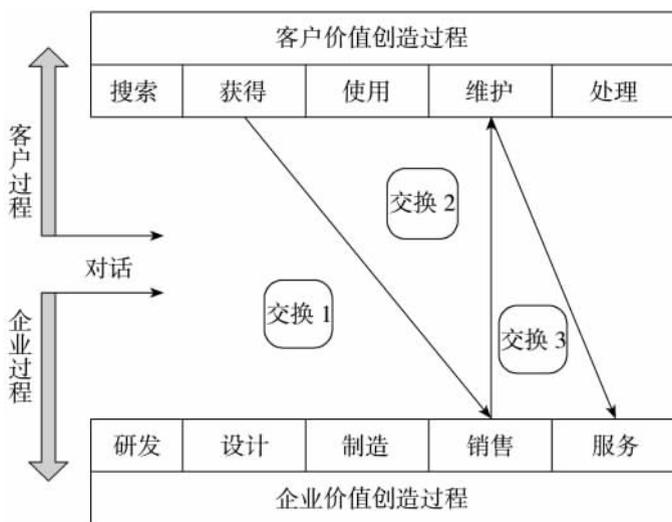


图 8-2 企业价值创造与客户价值创造

开展充分的对话，能使公司产品服务更符合客户的需要，而客户也会及时调整自己的需要，从而实现双方价值的共同最大化。

客户价值创造与客户价值创造

识别稳健、友好的客户关系带给公司增长的机会是相当容易的，但真正地建立起有助于公司实现持续价值增长的客户关系却非常困难。为此，必须对公司现有的客户进行归类，从而形成四种不同性质的客户关系空间图（如图 8-3 所示）。

利用客户关系空间图，我们可以把公司现有的客户相应地归为四类，把资源集中于能成为公司合作伙伴的那类客户身上，切实提高这类客户的价值，从而使公司价值大幅提升。一般而言，对以价格为中心的客户，企业必须与之建立“竞争关系”，对话空间较小；对以产品为中心的客户，企业与之建立“协调”关系，对话

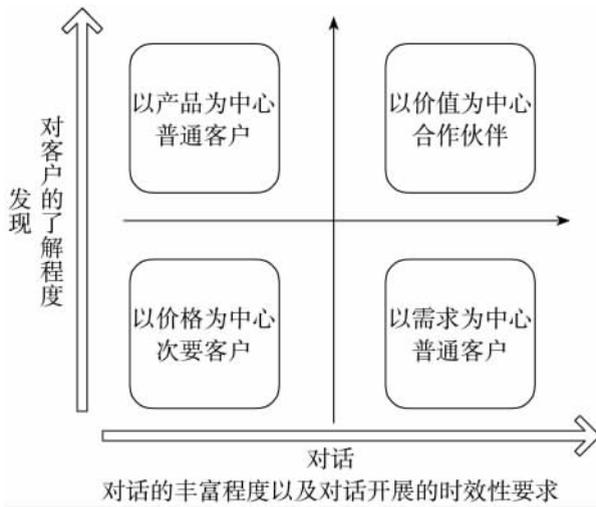


图 圆-怨 客户关系空间图

主要围绕产品设计进行；对以需求为中心的客户，企业与之建立“合作”关系，尽量采用个性化方式实时对话；对以价值为中心的客户，与之建立“协作伙伴”关系，在联合开发方案、服务、产品方面，共享知识和资源，对话内容丰富，而且全方位进行。

基于客户价值的战略管理

基于客户价值的战略管理不是一种管理工具和方法，也不是一种管理制度，而是一种经营理念和文化，一种系统的以客户需要信息为基础的价值创造模式。其本质就是用战略视角来管理客户价值，使公司价值创造与客户价值实现真正地统一起来，从而为公司赢得越来越多的价值客户，最终实现公司价值的持续增长。

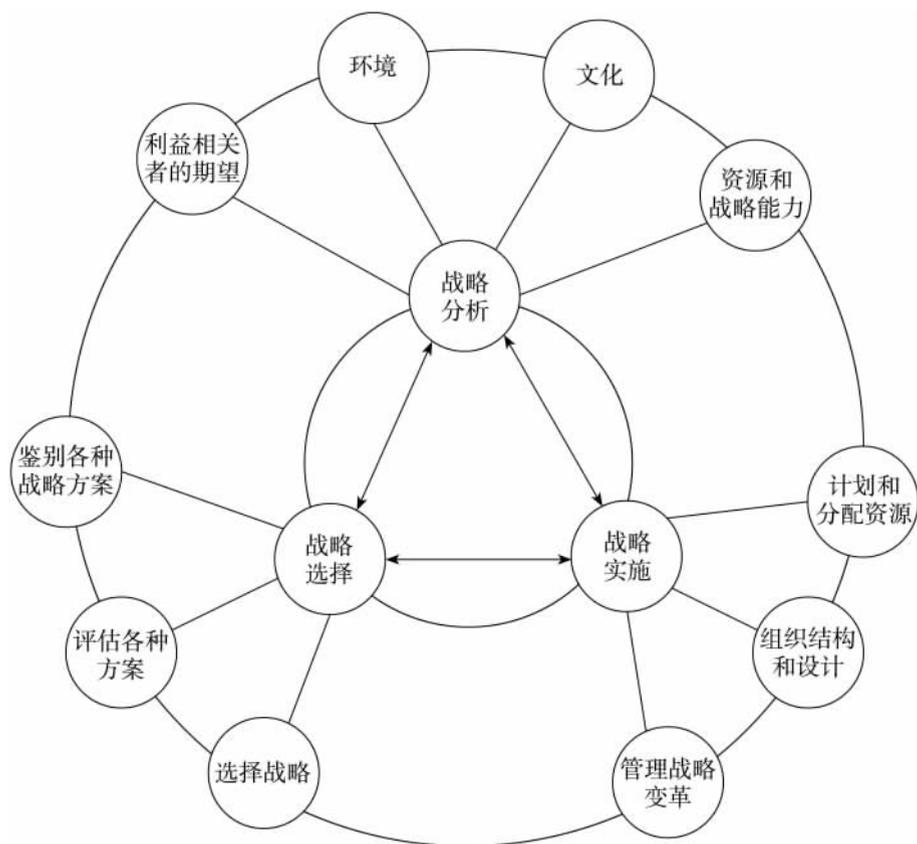
战略管理大师迈克尔·波特认为战略有三层含义：一是“创造一种独特、有利的定位”；二是“在竞争中做出取舍，其实质就是选择不做哪些事情”；三是“在企业的多项运营活动中之间建立一种平衡”。从而形成了“战略选择”、“战略分析”、“战略实施”三个管理环节（如图 圆-愿 所示）。

借鉴波特的战略管理分析模型，可以建立基于客户价值的战略管理模型。

客户对公司控制权的分享

公司控制权利益

现代公司典型的组织形式是两权分离。在这样的企业制度下，股东享受所有权收益，而经理享有经营权收益，这两种收益一般由市场定价确定。企业实现的总收益扣除所有权收益与经营权收益后，还有余额（或差额），这就产生了控制权收益。从理论上讲，控制权收益可以是正数，也可以是负数。这种控制权收益是对公司实际决策和组织权效能作用结果的综合表现，其享有权应归属于实际行使公司控制权的具体主体。我们知道，两权分离后，所有权与经营权双方都在公司控制权问

图 8-1 企业战略管理要素模型^①

题上产生了一场又一场近乎肉搏战的争夺。20世纪上半叶，公司控制权落到了经营权手里，经理资本主义（即“管理主义”）成为最为流行的企业制度，公司实际控制权已完全由经理阶层行使，从而产生了较为严重的委托代理问题。由于经典型企业剩余财产的索取权归属于所有权，故股东事实上承担了企业最终的经营责任，包括享有权益。如此，所有权收益就变成了一个不确定的量，而经营权的收益由于经理市场兴起而变得比较明确。资本市场只为股东们进出公司提供了一条较为便捷的通道，但若所有权收益得不到满足时，股东能做的只能是退出公司，抛售拥有的公司股票。最后就会形成这样的事实：控制权收益若为正数，如数归经营权，若为负数，则如数由所有权承担。公司权益责任机制因此出现了危机，股东们对此异常不满。于是，20世纪下半叶开始了股东觉醒运动。在现实经济生活中，这种觉醒运动就变成了所有权主体对公司控制权收益的关注和直接索取分享。于是，一场所有者与经营者争夺控制权的战争在西方发达国家的大部分公司打响了，这场争夺战在机构投资者的推波助澜下产生了积极的后果，就是催生了公司治理，作为协调双方在控制权收益问题上所产生各种矛盾的一种基本方法。至此，所有权与经营

^① 张明立：《顾客价值——20世纪企业竞争优势的来源》，北京，电子工业出版社，2006。

权双方终于在公司治理框架内在争夺控制权收益这一方面休战了。所以，公司治理在某种意义上，也可以定义为规范并协调所有者与经营者在公司控制权分配过程中各种关系的制度和系统办法。

在实践中，公司控制权利益并不仅体现为控制权收益一个方面，还包括其他非货币计量或不能用货币直接计量反映的诸多利益。概括地说，公司控制权利益分为两个基本组成部分：本身利益（直接利益、显现利益、可观察清楚的利益）与衍生利益（间接利益、隐性利益、难以全部发现的利益）。

（员）控制权本身利益

公司控制权大致上分为两大类：决策权和实施决策的组织权。不管这两种权力掌握在所有者或经营者一方，或由所有者行使决策权，经营者行使组织权，作为控制权的行使必然会产生两种直接利益：控制权的共享收益（~~杂期当月读读读~~）与私人收益（~~孕理碟月读读读~~）。共享收益是所有权或经营权全部成员，对所取得的控制权收益按股份或贡献大小比例进行分配的利息，如净资产的超额增长，对经理层的集体奖励。私人收益是指行使控制权的所有权或经营权中的核心成员（代表或权力最大者），借助于行使控制权而独享的利息。这种私人收益是以公司资源的消耗为代价，或以对控制权的掌控地位为支撑派生的，如大股东行使控制权可获巨额薪酬，公司高管可以利用职位肆意挥霍，以满足其本人积累社会资本和豪华享受的需要。

下面，我们从大股东和公司高管两个方面来具体分析控制权给他们带来了哪些本身利益。

大股东拥有公司控制权后，其本身收益有：①大股东以对自身享有有限责任的保护为前提，通过控制公司确保自己投资的财产仍在自己完全掌控之下，并直接掌控了本来不属于自己的中小股东投资于公司的财产。②个人大股东控制公司，可以把自己的管理理念带给新公司，以扩大自己聪明才智的作用边界，从而进一步积累个人的管理经验，提升自己的身价，创造个人的人生辉煌，保证其人生价值的实现。③获取共享收益。股份带给大股东公司净资产增值共享收益和现金股利分红收益。④获取私人收益。这种私人收益既可以表现在金钱方面，如较高薪酬，公款消费，也可以是非货币性的，如在豪华办公室上班和出差住豪华宾馆，结交政府要员和社会名流，任意使用公司商务飞机等。

公司高管包括董事和经理层，行使控制权可获得的本身利益有：①获取高额报酬。在美国，有一种共识，任何公司领导人收入不应超过公司中普通员工收入的~~四~~倍。但~~四~~年，美国高级经理人平均年薪却是普通员工的~~源~~倍^①。②经营企业成功，个人身价暴涨。③在公司内或分、子公司担任董事长或总经理，在公司之外经营一个属于他个人的经济王国，可以带来无数的物质好处和正面社会效应。

① 宋冬林等：《控制权机制对公司治理的影响》，载《经济理论与经济管理》，~~四~~（员）。

（圆）控制权的衍生利益

大股东在公司控制权行使过程中得到的衍生利益主要是可以获取商业方面的其他发展机会或优势。在现代社会，公司是社会经济资源的集合载体，控制公司就是控制了极为稀缺的社会经济资源，从而为获取控制更多的社会经济资源提供了机会和通道，而这种机会和通道会给精明的大股东带来无穷的财富效应和人生享受，如并购实现公司帝国梦，有助于他登上经济皇帝的宝座，各种社会荣誉，可以使其退休以后仍具有收入大量现金的能力。此外，控制权一般存在溢价，大股东完全可以在转让公司控制权时大捞一笔。对于董事经理而言，掌握公司控制权的衍生利益更多地表现为以其个人的经历和经验带来可观的收入和极高的荣誉。例如，比尔·盖茨通过在微软公司的切身感受写出了《未来时速》，联想董事长郭士纳运用其在联想的经历写了《谁说大象不能跳舞》，这均为他们带来了惊人的版税收入。而这些成功人士利用其职业的辉煌，可以到处演讲，也将带来大量的门票收入。

正因如此，我们不难理解，为什么公司利益相关各方，都对公司控制权虎视眈眈，垂涎三尺。当人类进入“客户经济”时代，客户对公司控制权自然产生了掌控的需要。我们不能无视这种合理要求，而应该在实践中予以解决，让客户分享公司部分控制权就是这样的一种尝试。

圆 客户对公司控制权分享的理论依据

客户对公司控制权分享的理论依据，是公司价值链理论。大家知道，价值链这一概念首先是由迈克尔·波特于 1985 年提出的，他将企业经营活动分解为若干相关的价值活动，从而为研究解剖公司的成败基因提供了一套非常有用的思路。一开始的价值链，只是公司内部价值链，分为基础活动与辅助活动两大类。基础活动包括内部后勤、生产作业、外部后勤、市场销售、服务 等项。辅助活动包括采购、技术开发、人力资源管理和企业基础设施 等项。按波特的说法，价值活动即内部价值链是企业从事的经济和技术上有明确界限的活动，它们是创造对客户有价值的产品的基础，这些相互联系的价值活动共同作用为企业创造利润，从而形成企业的价值链。但波特在讨论价值链的内部联系和外部联系时，曾明确提醒人们，价值活动的这种联系不仅存在于一个企业价值链内部，而且存在于企业价值链与供应商和客户的价值链之间。企业与供应商、客户价值链的联系，是通过采购、销售两项职能建立的。其后的研究扩大了企业价值链的边界，把供应商与客户一起纳入到企业价值链当中，从而产生了纵向价值链与横向价值链的概念。在国外一些企业的实践中，甚至把供应商的供应商，和客户的客户一并纳入到企业价值链管理框架内。纵向价值链概念的提出，为赋予供应商与客户以企业所有者身份的做法提供了理论依据。按纵向价值链理论，价值活动可以看作作为一系列作业的分工协作活动，应包括从最基本的需求提出、产品设计及原材料采购到最终产品使用满足消费者需要整个过程。这种价值活动才是有意义的，而这种价值活动所体现的本质要求，就是价值活动从始至终的各利益主体必须享有到其应有的份额。这样，价值分享的视野大大扩大了，不仅股东，而且全体员工（包括经理）、供应商、客户乃至社区，都应享有

公司价值的所有权。由此，为客户分享公司控制权制度的建立，提供了理论依据。

獠客户分享公司控制权制度

就公司而言，分享控制权就意味着目前掌控公司控制权的有关主体（股东及经理）要拿出一部分控制权让其他方共享，甚至放弃部分控制权的掌控。客户分享公司控制权，则意味着公司在产品设计、渠道管理以及包括定价、销售、融资、收款等敏感流程的控制权上，客户有参与决策的权力，甚至拥有较多的话语权。

公司实行让客户分享控制权的制度，已经成为西方企业较为普遍的做法，也是企业对话设计非常重要的一个方面。分享的控制权，是企业与客户从他们之间的关系所获得价值的主要组成部分。正因如此，每次对话和每次交换都要充分考虑以何种方式同客户分享控制权。为了形成公司与客户之间真正的利益一体关系，选择恰当的控制权分享方式必须成为交换和对话空间的价值提升不可缺少的一部分。为了把客户分享控制权落到实处，企业需要在下列 缘个领域的设计中为客户提供控制权分享的交换和对话：

- ①决策：可以分享控制权的关键问题和决策过程。
- ②信息和知识：对敏感的商业信息、客户信息和知识控制权。
- ③企业组织结构和业务设计：渠道、企业组织结构、对话空间，以及支持上述方面的业务流程。
- ④资源：包括员工、财产、生产厂房、设备、技术等在内的主要资源和稀缺资源。
- ⑤收益：客户和企业从广泛交流和对话中产生的回报、结果和利益。

公司立足于以上 缘点，进一步考量以下 猿个问题：企业在哪些方面拥有控制权？客户在哪些方面拥有控制权？哪些控制权是可以共享的？通过系统地解答这 猿个问题，随着交换的发生，企业就能设计出与客户共享控制权的游戏规则，进而形成制度。客户关系空间性质不同，分享控制权的基本原则和具体要点也会不同（如图 圆-猿所示）。

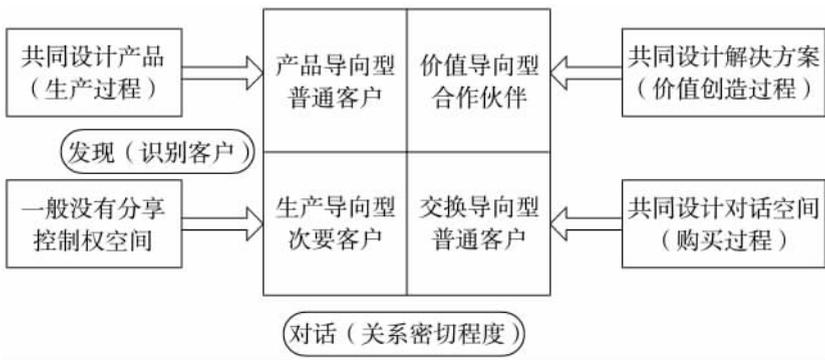


图 圆-猿 猿客户关系与控制权分享示意图

设计与评估客户分享控制权制度，除了立足于上述 缘要点和 猿方面问题外，还

要关注制度实施对企业与客户关系可能或实际带来的具体影响。评估这些影响主要关注如下方面：①共享控制权带来的价值，控制权共享与价值创造是否建立了紧密联系？②企业内部资源整合与外部环境是否更加协调？③分享控制权的具体做法是否满足了客户的需要和期望？④企业与客户的信任和承诺关系是否随着共享控制权制度实施而真正地建立起来了？这样持续改进公司的客户分享控制权制度，促使企业与客户形成有效的对话，从而产生越来越多的长期有价值的客户。

在企业控制权分享制度中，信息控制权的分享是核心。在某种意义上，信息是各种知识的集合，它是公司拥有竞争优势的基础和条件。让客户分享企业信息控制权，意味着客户与企业双方在特有知识方面形成了共享机制，从而形成相得益彰的局面。客户分享信息控制权制度，彻底颠覆了传统管理理念，不仅把“自己的知识”，而且把“人家（客户）的知识”，都看作是公司的无形资产。这些知识主要是指客户、产品、成本、财务、设计及其他各类有助于价值创造的信息。客户与企业信息共享，赋予了客户与企业关系新的生命力，知识和信息将被嵌入产品和服务，一般客户在享用公司产品和服务的同时，也分享着公司通过产品和服务传递给他的新知识。而对话也会使客户把自己的知识毫无保留地传递给公司，公司通过对话会使客户更好地分享知识，这样就形成了公司新的竞争优势。当客户成为公司的合作伙伴时，企业与客户知识共享达到了高潮。此时，双方已不满足于各自知识的共享，还热衷于新知识的共同创建。从而，客户在企业中的身份，与一个重要岗位的员工已完全一样，客户成为企业一个必不可少的内部资源而发挥积极作用。

客户价值管理

客户价值管理也称卓越绩效模式，是在国际上最著名的三大质量奖，包括美国马尔科姆·鲍德里奇国家质量奖（~~马尔科姆·鲍德里奇国家质量奖~~）、欧洲质量奖和日本戴明奖的评奖准则基础上综合、系统化形成的管理体系和办法。之所以称为“卓越”，其核心含义是客户驱动，即公司价值的大小是由公司的客户判定的，这与传统的企业价值是由资本市场定价的理念有所不同。公司必须重视所有那些能为客户带来价值的产品和服务的特征和特性，以及所有接触客户的方式。这样才能吸引客户，得到客户满意、推荐和偏好，赢得客户的驻留和忠诚，实现业务的健康壮大，使公司价值得以可持续增长。因此，客户价值管理不仅强调公司价值量的扩大和增长，更重视公司价值质的改善和提高。公司价值量表现为现金流量的增长，而公司价值的质量则表现为这种现金流量可持续的程度。

客户价值管理一般分为四个阶段。

确立理念阶段

以往我们认为公司的成功取决于其竞争优势，其实这等于没有回答问题。公司竞争优势的基本含义是什么呢？就是公司能向客户提供优良的价值。公司长期以来，已习惯于运用“公认会计准则”来测量财务过程及结果，以此评价公司是否达到了财务预期目标，从而判定公司是否成功。立足现代，公司已经完全觉悟，企业提供优良的质量和客户价值远比获得会计测量的财务目标完成程度重要。优良的

客户价值是市场份额和竞争力的最直接的反映指标。而且，市场份额和竞争力又促使企业实现长期目标，如盈利能力、增长速度和股东价值。为此，必须把质量和客户价值置于公司多项经营决策和业务的首位，从而彻底转变传统的以一个简单的获利水平指标来衡量成败的做法和经营理念。这种理念转变的直接表现，就是把人们长期习惯于经营办法技术改善（把事情做对）的传统管理行为，转变为把做对的事情放在经营决策与业务的首位，从而产生了质量标准化运动，强调公司所有活动必须以满足质量标准和客户价值需要为基本目标。

追求客户满意度

把“客户满意”作为实现质量目标的重要标准。为此，首先要对客户满意的具体目标有透彻的了解，使公司的所有活动与客户需要保持最大的相关性。

创造客户市场感知质量和价格作为客户价值的现实衡量指标

通过对客户感知质量和价格的测量，把企业放到整个产业或市场的背景下分析其提供质量和客户价值的水平。

实施客户价值管理

通过第三阶段，对企业如何在单一业务范围内获取市场感知质量和客户价值领先地位，有了一个大致认识，并明确了公司价值改进的具体对象和方向。第 源阶段是在第 猿阶段的基础上，综合灵活运用客户价值分析工具来有效地提升公司质量和创造客户价值的能力，并在多种业务条件下制定有助于很好地实现质量目标与客户价值需求的长期战略决策。在第 源阶段，公司经理与全体员工较为全面准确地清楚自己应在质量及创造客户价值方面做出何种努力及努力的程度，知道如何改变市场感知质量来驱动公司更好地为客户创造价值，实现公司自身价值的最大化，从而在长期经营中为股东、员工、客户和社会创造最大的利益。创建客户可感知价值的过程如图 圆-1 所示。

客户价值管理基本方法：客户价值分析

客户价值分析主要用于帮助公司通过寻找价值关键因子及如何通过改善质量来提高各个价值因子的创值能力来迅速有效地提高公司价值。客户价值分析利用来自客户的信息对客户如何在市场中决策做出判断，借以了解影响客户心目中质量的具体因素，以明确改进的具体内容。客户价值分析一般运用七种方法。

（员）市场感知质量特征图法

客户价值管理的基本目标之一，就是创造比市场竞争对手更好的市场感知质量。所谓市场感知质量，就是客户感受或从产品服务中能体验到的质量，也可以说是客户对产品的评价。市场感知质量特征，就是客户对产品服务具体质量是通过哪些方面了解并感受的。市场感知质量特征图能确切地告诉公司，客户关注的质量表现在哪些方面，质量的任一方面，哪个竞争对手表现最佳，从而大大提高质量计量信息的指导管理作用。

创建市场感知质量特征图可以通过以下步骤：

①进行小组访谈等形式的座谈会，让目标市场客户列出除价格以外对购买决策

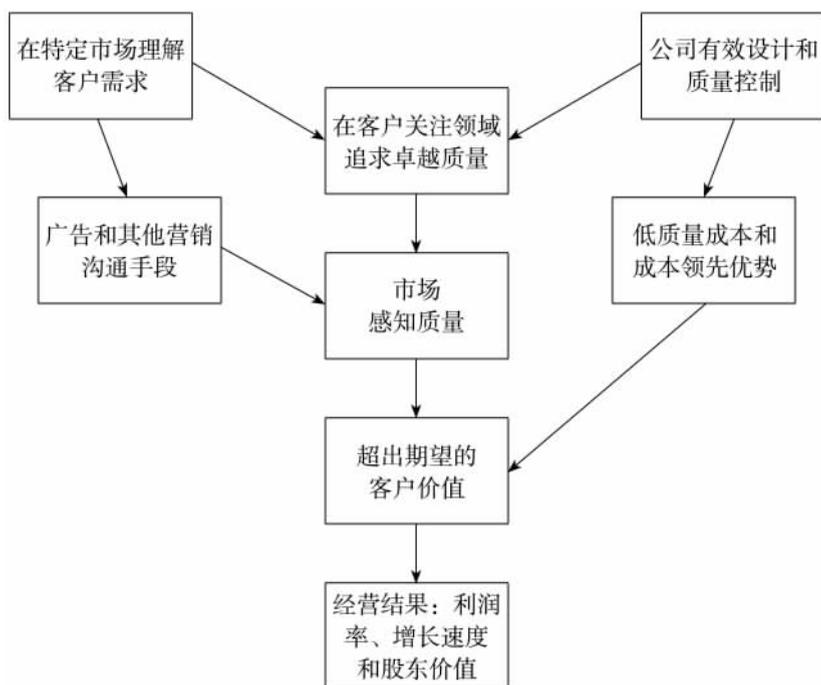


图 8-1 营造客户可感知价值的创建

有重要影响的因素。

②确定客户在进行决策时衡量每一个质量属性的权重。通常让客户对每一质量属性权重打分。

③让对公司比较熟悉的客户来评价本公司和竞争对手在每一质量属性上的表现。把企业每一质量属性的得分除以竞争对手的得分，便得到该属性上的性能比，把性能比乘以权重，就得到市场感知质量总得分。

每一个产品质量属性对于客户而言总会有不同的偏好，公司必须了解客户对质量各属性的偏好，以便公司产品服务最大限度地满足客户需要的同时，让客户付出最小的代价。一般而言，质量所有属性对客户的感知而言，可分为以下几种状态：

- 休眠：客户自己并没有意识到这种属性的存在。
- 需求：客户已认识到并产生了要求，但企业还未满足它。
- 独特：只有一家企业才能生产具备该属性的产品。
- 上升：能生产某质量属性产品的公司越来越多。
- 关键：市场竞争及成败皆决定于该属性的满足程度上。
- 衰退：客户对该属性的认同越来越少。
- 基本：所有竞争企业都拥有该属性，但若供货商不能满足对该属性的要求，则该属性就变得很重要。

当一个属性正处于独特阶段，则生产企业就会得到高性能得分。市场未来竞争优势很大程度上取决于企业能否尽快让客户发现休眠属性并满足它。若没有一个供

应商能很好地满足处于基本阶段的属性，它就很快进入关键状态。如果某一细分市场需要处于基本阶段的属性具有更高性能的水平，则科学技术的发展可以使处于基本阶段的属性变为选择供应商时考虑的因素。企业通过以上分析，就会对自己在创造客户价值问题上的活动空间及活动剧烈程度有了一个清晰的思路。

以某肉联公司产品——鸡肉为例，说明市场感知质量特征图法的一般原理（见表 圆-源）。

表 圆-源 市场感知质量特征图法——以鸡肉为例

鸡肉质量属性	评估后确定属性权重	公司性能得分	鸡肉行业平均性能得分	市场感知公司鸡肉质量属性比值
鸡皮呈黄色	苑园	愿园	苑园	愿苑
肉骨比	愿园	愿园	苑园	愿愿
无幼毛	愿园	愿园	愿园	愿愿
新鲜	愿园	愿园	愿园	愿愿
购买与加工便利	苑园	愿园	愿园	愿愿
品牌形象	愿园	愿园	愿园	愿愿
客户满意得分	愿园	愿愿	苑园	—

该公司鸡肉市场感知质量比值为 愿愿苑(愿愿愿苑衣苑园)，说明企业有一定优势。在美国，有一个惯例标准，市场感知质量比值大于 愿愿愿，说明公司的产品处于卓越的价值位置^①。

（圆）市场感知价格特征图法

市场感知质量特征图只表明了客户对公司产品质量属性方面的评价，但最终客户对公司产品是否做出购买的决定，不仅取决于其对产品质量的满意度，还取决于其对产品性价比的认识。这就是说，仅分析客户对产品质量的评价是远远不够的，尽管这一步非常关键，但还必须对客户购买公司产品（质量）支付价格的公道性做出了解，为此产生了市场感知价格特征图。

市场感知价格特征图建立的步骤与市场感知质量特征图完全相同。它要求客户列出影响产品感知成本的因素，然后让客户对这些因素赋予权重，进行评分，得出市场感知价格特征图。

一般而言，处于质量领先地位的企业可以对其产品定出比竞争对手更高的价格。如果客户感知的价格溢价与真实的市场溢价（公司价格高于竞争对手价格的部分）有差异，则公司必须要做出深入研究，以消除客户的误解，或调整价格，使公司产品在性价比方面保持客户市场份额中的优势地位。现以某高档轿车为例，说明市场感知价格特征图的原理（见表 圆-缘）。

^① [美] 布拉德利· 魏盖尔等：《客户价值管理》，安圣慧、尚晓燕、安明慧等译，北京，中国人民大学出版社， 苑苑苑

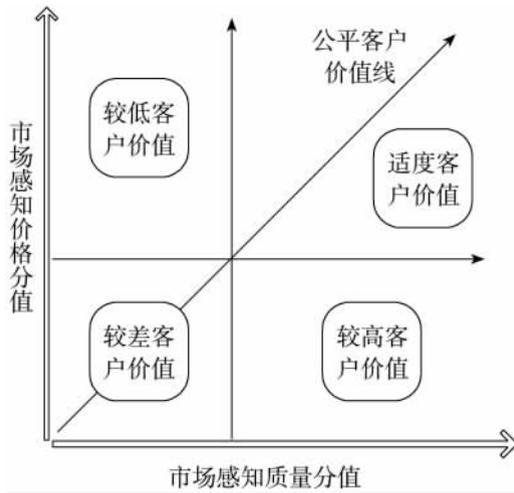


图 圆一员瑶客户价值判定图

服务市场及主要特征		市场竞争者	
客户关注的属性描述	权重	本公司	竞争对手员 ... 竞争对手灶
圆			
圆			
圆			
...	...		
晕			
属性权重总和	员		

摇摇摇摇摇摇公司价格感知指数

摇摇摇摇摇摇公司质量感知指数摇摇摇摇摇摇摇摇公司和竞争对手的客户价值指数

图 圆一员瑶客户价值特征图

企业真正地建立起市场感知质量、价格、价值分析制度，会在以下方面收到明显效果：

- ①正确理解客户对公司产品质量及价格具体属性的要求和偏好，认清公司和竞争对手在竞争过程中的优劣势。
- ②向公司全体员工正确及时地传达这些信息，使客户的要求和偏好成为员工上班作业改进和完善的具体目标，使员工工作有的放矢，评价员工绩效指标清晰，从而把员工满意度和客户满意度乃至股东满意度很好地统一起来。
- ③制定提高质量的战略，并使这种战略成为真正提高客户与员工、股东价值的实际行动。
- ④改造和优化生产任务和管理流程，使这些业务和流程更直接地面对客户的需要和偏好，也使员工对提升自身的能力有明确的目标。

⑤在与客户的有效沟通中，能端正客户的需要和偏好，从而使公司价值创造真正成为客户、员工、股东价值的共同实现。

不难发现，市场感知质量、价格与价值特征图，其实与各种标准财务报表一样，能非常简洁地告诉我们有关企业本质层次方面的情况，这样的管理工具对于经营改善而言确实不多。因为，这三类图形以非常简明的方式告诉了我们企业的整体及面临市场的状况，比财务报表在反映公司经营质量和发展前景的能力上高明很多。它清晰地揭示了很多制定高价策略的业务单位，有无给客户带来应有的价值，这种高价策略是否合理。对于公司领导而言，利用这些分析会很快发现，市场上有很多同行已以较低的价格同样充分地满足了客户的需要。总之，这些分析能为公司找出具体的软肋，使持续改善活动不再停留于口号而变得卓有成效。

（源）输赢分析法

输赢分析就是公司对近来的竞争情况作专门分析。其目的是为企业寻找驱动未来目标市场的质量属性提供重要线索。无论是对一个在成熟市场已游刃有余的公司，还是新设立的公司，以及留住大客户的公司和进入新竞争场所的公司，输赢分析都是非常有用的。从客户价值管理战略高度分析，输赢分析除了对每单业务成败做出透彻分析，以了解与竞争对手在市场直接搏击时输赢的原因外，还有为公司不断地改进客户价值管理系统提供指导的作用。后者产生了公司竞争路径图（如图 8-1 所示）。

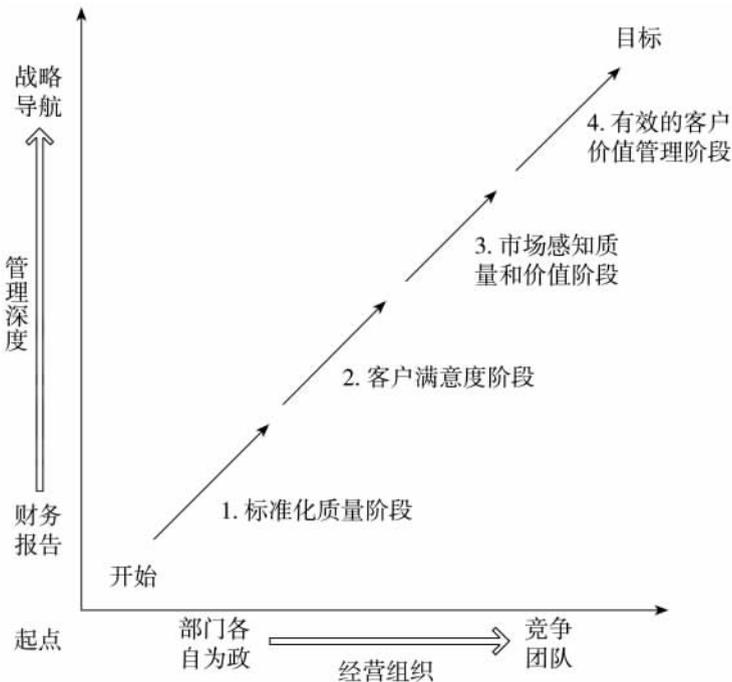


图 8-1 公司竞争路径图

通过分析公司的内外条件，确定公司客户价值管理的总体思路和具体实施方

案，也是输赢分析所应解决的问题。

（缘）竞争区域图法

竞争区域图某种意义上是输赢分析的一种展开。它只要把公司与其竞争对手进行比较，分析公司在哪些具体方面做得更好，在哪些具体方面做得较差。在很多竞争市场中，基本上有猿个左右的公司主导整个产业。“在某一群体中，猿个最主要的企业以多种方式在彼此之间展开竞争，它们提供许多范围广泛的相关产品和服务，它们为大多数重要的细分市场提供服务^①。”在美国，汽车行业的三巨头是通用、福特和克莱斯勒；投资银行三巨头是摩根士丹利、美林公司、高盛公司；制药行业三巨头是默克、强生和百时美施贵宝。竞争区域图把公司客户价值管理提到了整个行业乃至社会最高层面来改进自身的业务和工作，把行业老大和老二作为赶超目标，从而快速提高公司创造价值的能力和水平。

（远）关键事件时间表法

关键事件时间表关注的是公司与竞争对手如何采取行动改变客户及市场，对每一个质量属性性能看法，以及这些行动是如何改变主要质量属性的相对重要性权数的。客户价值的变化会直接影响公司的市场份额，这些变化具体表现在对客户需求的影响上，包括新产品上市、定价变化、客户政策变化以及国际反倾销等，密切关注客户需求及竞争对手如何满足客户需求，可以加深公司对市场感知质量和客户价值数据的理解。简言之，关键事件时间表有助于找出影响客户价值的若干主要因素及其变化趋势，从而为客户价值管理明确具体的管理重点和可以寻求借鉴的方面，使客户价值与公司价值从面到具体点保持了有效的对接，有助于提高客户价值管理的效率和质量。

（苑）组织措施落实表法

关键事件时间表明确了客户价值管理的具体重点及实施时间，但应由谁去负责落实，并确保客户价值管理的实际效果，必须进一步确定负责落实关键事件时间表的具体责任、部门和个人，由此产生了组织措施落实表。

在具体组织措施拟定之前，首先要对市场感知质量与市场感知价格表所反映的客户对公司产品质量认识的片面或偏差做深入分析，通过与客户沟通，全面地对话，消除客户对公司产品质量认识的分歧，从而在有关关键事件及时间问题上，使公司与客户取得较为一致的看法。这样，可以避免公司被客户误导而使客户价值管理陷入无所适从的困境。在组织措施落实表运用过程中，定期检查监督关键事件时间是否按预定的要求进行，杠杆管理是否落到实处，对于保证客户价值管理取得实效是非常必要的。

客户价值管理的制度基础

客户价值管理的实施，不仅需要企业经营理念的彻底转变，还要求社会范围内为公司经营理念从股东价值导向转向客户价值导向创造必要的环境。当然，客户价

^① [美] 杰格迪什·谢斯等：《企业定位法则：成为行业三巨头的策略》，荣忠声等译，北京，机械工业出版社，2006

值管理制度产生的深刻背景就在于一个公司的竞争地位及竞争能力，已完全取决于其客户感知的质量及价值。

（员）发展“公认的战略准则”

在企业管理实践中，我们在管理财务时，一般会首先遵守“公认会计准则”（公认准则）。结果，大家都对会计计量系统的结果形成了共识，会计信息系统成了现代公司最为重要的决策控制支持系统。从而使会计信息处理的过程，变成了把财务目标向全体员工做广泛宣传并督促大家齐心协力努力完成的过程。但是，当我们进一步剖析财务目标时，会很快发现，财务目标只是一个综合性的结果，一个公司在这一财务目标实现之前，实际上有着一个漫长而复杂的过程。在这一过程中，怎样有效地体现财务目标的要求，这是传统财务管理试图回答并解决的一个核心问题。于是，产生了投资决策和预算控制及财务考评。不过，我们很快发现，决定这一过程成败的关键因素，是过程是否最大限度贴近并满足了客户的需要，从而导致以最低的消耗占用及成本实现最佳的产品质量。问题由此产生了，客户的需要与财务目标对于过程而言，究竟孰更具有决定作用？当两者一致时，问题当然不存在。然而实践已表明客户需要与传统财务目标（股东价值）往往是不统一，甚至是矛盾的。传统的财务管理因在这对矛盾中选择了偏向股东价值而导致内在活力不足。股东价值尽管很重要，但它必须以企业存续为前提。企业存续都成问题，股东还有什么价值可谈。决定企业存续的是客户价值，而不是股东价值。因此，在现代客户价值比股东价值对公司价值更具决定作用。客户对公司产品服务的选择，是企业存续的唯一基础。那么，客户为什么选择本公司的产品服务，而不选择其他公司的产品服务呢？原因非常简单，与其他公司的产品服务相比，客户从本公司产品服务中得到了更多、更好的价值。为此，对客户价值像目前股东价值一样，建立社会必要的计量规则，使客户价值在各公司成为一个具有共识性的首要管理目标和战略立足点。从而，产生了指导各公司客户价值管理实践的一个社会性通用准则：公认战略准则（公认准则）。公认准则体现的基本思想非常简单：公司的成功源于向客户提供良好的价值。公认准则的核心体现着四个基本原则：

①公司因提供较好的客户价值而成功。

②公司应通过客户价值分析，追踪它们所提供的客户价值，使之成为全体员工共同追求的目标。

③公司应按组织学习型要求遵从实践客户价值管理的理念。

④公司需要按全面综合的客户价值战略来系统提供有关财务业绩和客户价值业绩方面的数据。这一数据系统特别关注以下信息：与竞争对手相比的不合格率、生产率、资本密度的成本；与竞争对手相比的创新、响应率、生产节拍、订货周期和准时率；客户服务、客户满意、客户投诉和客户忠诚；客户是如何思考的，包括偏好、欲望和需求的最新信息；与竞争对手相比的市场感知质量、价格和客户价值；市场占有率、盈利率、增长率和股东价值。这一信息系统还应关注客户、同行业中国际领先性能以及其他公司在关键流程、事件上的卓越表现。这样，企业将变成一

个无边界的组织。

公认战略准则（即平衡计分卡）又称最佳绩效准则。在世界各国有不同的实践。目前，世界范围内最具有权威和影响力的是美国最佳绩效准则，亦称为马尔科姆·鲍德里奇国家质量奖。鲍德里奇是美国里根政府时期的商务部部长，他对当时美国国家标准和技术研究院（前身是国家标准局）提出设立美国国家质量奖的提议给予了关键支持，但在美国国家质量奖 1987 年经批准同意设立之时，鲍德里奇却在一次骑马活动中从马背上掉下来摔死了。于是，国家质量奖的捐助者提议把国家质量奖命名为鲍德里奇奖。自 1988 年第一届鲍德里奇奖颁发以来，就成为了整个美国衡量公司是否卓越的主要标准，而世界大部分国家也都以它的衡量标准为借鉴，形成了各国衡量公司是否卓越的标准。不少公司通过学习鲍德里奇评奖标准，取得了巨大的进步。

鲍德里奇评奖标准，即卓越绩效准则，核心内容有 5 项：前瞻式领导；顾客驱动的卓越；组织和个人的学习；注重员工和合作伙伴；敏捷性；注重未来；促进创新管理；基于事实的管理；社会责任；注重结果和创造价值；系统的视野。这些价值观分别以 100 分体现在 7 个方面：领导（20 分）；战略计划（15 分）；顾客与市场（15 分）；测量、分析与知识管理（15 分）；人力资源（15 分）；过程管理（15 分）和经营结果（15 分）^①。具体准则内容以 1996 年准则为例，见表 10-1。

表 10-1 1996 年卓越绩效准则的结构

类别	条目	要点
领导	领导	愿景与价值观 沟通与组织绩效
	治理与社会责任	组织的治理 遵守法和伦理行为 对关键社会共同体的支持
战略计划	战略制定	战略制定过程 战略目标
	战略展开	行动计划的制定与展开 绩效预测
顾客与市场	对顾客的了解	对顾客与市场的了解
	顾客关系及满意	顾客关系的构筑 顾客满意的确定

^① 《1996 年美国鲍德里奇国家质量计划》，焦叔斌译，北京，中国人民大学出版社，1996

续表

类 目	条 目	要 点
测量、分析与 知识管理	测量组织绩效的测量分析与评审	绩效测量 绩效分析与评审
	测量信息与知识管理	数据与信息的可用性 组织的知识管理 数据、信息和知识的质量
人力资源	员工工作系统	工作的组织与管理 员工绩效管理系统 雇用与晋升
	员工雇员学习与激励	雇员的教育、培训和发展 激励与职业发展
	员工雇员福祉与满意	工作环境 员工支持和满意
过程管理	员工价值创造过程	价值创造过程
	员工支持过程与运营筹划	支持过程 运营筹划
经营结果	员工产品与服务结果	产品与服务结果
	员工顾客结果	顾客结果
	员工财务与市场结果	财务与市场结果
	员工人力资源结果	人力资源结果
	员工组织有效性结果	组织有效性结果
	员工领导与社会责任结果	领导与社会责任结果

中国于 2009 年也颁发了《卓越绩效评价准则》和《卓越绩效评价准则实施指南》，作为国家标准指导性文件。这套准则基本上借鉴了鲍德里奇评价准则，评价内容同样地分为 7 个方面，评价总分也是 1000 分，不同点在于：①每部分结构并不完全相同。如中国标准“资源”部分，与美国标准“以人为本”相比，增加了财务资源、基础设施、信息、技术以及相关方关系等其他资源；在“测量、分析、改进”中，相比于美国“测量、分析和知识管理”，增加了“改进”内容。②在标准的内容上，较美国标准有所调整，纳入了“科学发展观、名牌战略、人才战略、质量诚信和采用国际先进标准”等内容。③在评分标准分配比例上有所调整，增加了“过程管理”和其他资源方面的分值，减少了“经营结果”的分值^①。

^① 国家质量监督检验检疫总局质量管理司中国标准化研究院：《卓越绩效评价准则 国家标准理解与实施》，北京，中国标准出版社，2009 年。

(圆) 实现公司经营理念范式的转变

为了保证客户价值管理取得预期效果，企业在行为和文化方面需要范式的变化和转移（见表圆-苑）。

表圆-苑 企业行为和文化范式的转变

从	到
圆受资本市场驱动 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 仅仅是财务结果 ➢ 利润表是唯一工具 ➢ 收入 原费用的利润 ➢ 仅仅有财务数据 ➢ 每股收益 ➢ 仅仅是财务方面的控制 	圆受客户市场驱动 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 关注竞争力的决定因素 ➢ 客户分析 苑种工具 ➢ 客户价值 越与价格匹配的质量 ➢ 市场和竞争数据 ➢ 卓越的质量和较大的市场份额 ➢ 战略导航系统控制
圆短期的以财务指标为中心	圆长期的以竞争为中心
圆较长的产品开发周期	圆较短的产品开发周期
圆技术、产品优先理念 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 仅仅是标准化质量 ➢ 仅仅是客户 ➢ 与平均水平竞争对手相比的绩效 ➢ 某个时期各部门分工责任 	圆基于市场竞争理念 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 市场感知质量 ➢ 在目标市场中获胜 ➢ 相对于最强和最新竞争对手的绩效 ➢ 强调知识整合共享
圆僵硬的科层制组织	圆灵活的作业为基础的组织
圆矩阵式管理	圆无边边界管理
圆传统式会议	圆开放式无时限沟通

当然这种经营理念范式的转变，根本原因在于公司创造价值的基本前提或价值链模式发生了根本变化。

价值链模式的演化^①见表圆-愿

表圆-愿 公司价值创造的传统模式和新型模式比较

传统模式（每个组织都努力把自身利益最大化）	新型模式（每个组织都努力把整个价值链成功最大化）
圆战略和计划是独立制定的	圆经营规划和业务规划是协调的
圆信息分享和协同问题解决受限制	圆信息广泛共享，问题必须协同解决
圆计算、评价以及回报机制互相脱节	圆计算、评价、回报机制融汇一体
圆单向销售	圆销售是企业与客户共同实现价值的过程
圆资源利用效率有限	圆资源充分共享

^① [美] 罗恩·阿什克纳斯等：《无边界组织》，姜文波译，北京，机械工业出版社，圆园园缘

事实上，经济发展也提供了实现公司经营理念范式转变必要性的生动背景。首先，高质量和成本竞争力完全可以统一，以往我们一直为这个问题所困扰，因为质量与成本、时间是矛盾的，追求质量意味着在成本与时间竞争力方面可能会面临下降的危险。但现在企业以生动的事实证明了这一点的担心似乎是多余的。美国一份调查报告显示，很多企业不仅获得高质量也同时获得了有竞争力的成本。如果把以较高的成本获得高质量的企业，与以竞争对手相同或更低的价格提供低质量的企业作比较，则会发现前者获得了稍多的市场份额；如果把更好质量、有竞争力的成本的企业，与其他各类企业比较，前者将获得更高的利润率和市场份额；如果我们把更好质量、有竞争力的成本的企业，同质量差、成本缺少优势的企业比较，前者的市场价值是后者的 1.5 倍^①。一旦企业适应了价值链模式的转变，实现了管理理念范式的转变，那么，企业每个员工都以每时每刻为客户提供其最需要、最经济的服务为宗旨，员工价值、客户价值与股东价值的协调一致最终使公司价值最大化，就不再是一句纸上谈兵的空话了。

客户价值管理的效果

大量事实表明，在衡量与管理企业绩效并定义公司成功时，单纯地依靠利润率指标，会阻碍公司的健康成长。关键在于，各类利润率指标均带有短期观察性质，而公司价值核心的含义是一个企业可持续生存发展的能力。因此，用一个难免具有短视缺陷的利润率指标，来作为公司价值管理的指挥棒，其结果必然会事与愿违。正因如此，一些企业开始放弃利润率，而探索一些更具有长期效应和战略视野的指标，来作为公司价值管理的核心指标。例如，美国通用汽车公司在 1990 年决定，把员工激励依据由原来的经营收入（即销售收入扣除折旧、摊销、利息、税金等）改为当年的经济增加值（即税后净营业利润减去资本成本）。实证研究表明，较差质量的企业其获得现金的能力急剧下降。采用“内含报酬率”对企业进行测算，快速成长的企业表现为质量好、成本有竞争力，其经营现金流即使是负的，但其获得了较好的内含报酬率。因为这些企业往往为在迅速增长的市场中建立竞争优势不断地进行投资，极大地提高了公司的市场价值，从而大大地提高了为股东创造价值的 ability。

对于大部分公司，尤其是上市公司，由于缺乏期末期初市场价值数据，而使利用“内含报酬率”方法来判断其企业价值增长状况及质量变得不可行。为此，美国学者提出了“孳云”（即“商业战略盈利冲击力”模型^②），用于非上市公司价值的测定。其结果表明，高质量带来的好处是巨大的，质量差的企业的市场价值对投资的乘数大约是 0.5，而质量卓越的公司的乘数为 1.5，改善公司质量差的状况，会使公司市场价值立即上升 1.5 倍^③。在美国，实施马尔科姆·鲍德里奇国家质量奖的企业，其绩效明显胜过了标准普尔 500 指数的

① [美] 布拉德利·詹姆斯等：《客户价值管理》，安圣慧等译，北京，机械工业出版社，2007。

② [美] 罗伯特·阿巴泽尔等：《战略与绩效——孳云原则》，吴冠之等译，北京，华夏出版社，2007。

③ [美] 布拉德利·詹姆斯等：《客户价值管理》，文瑜译，北京，中国人民大学出版社，2007。

企业，收益比较为 1.5 倍，这些公司实现了 15% 的增长率，而一般公司的增长率只有 5%^①。

顾客价值战略管理模型如图 1-1 所示。

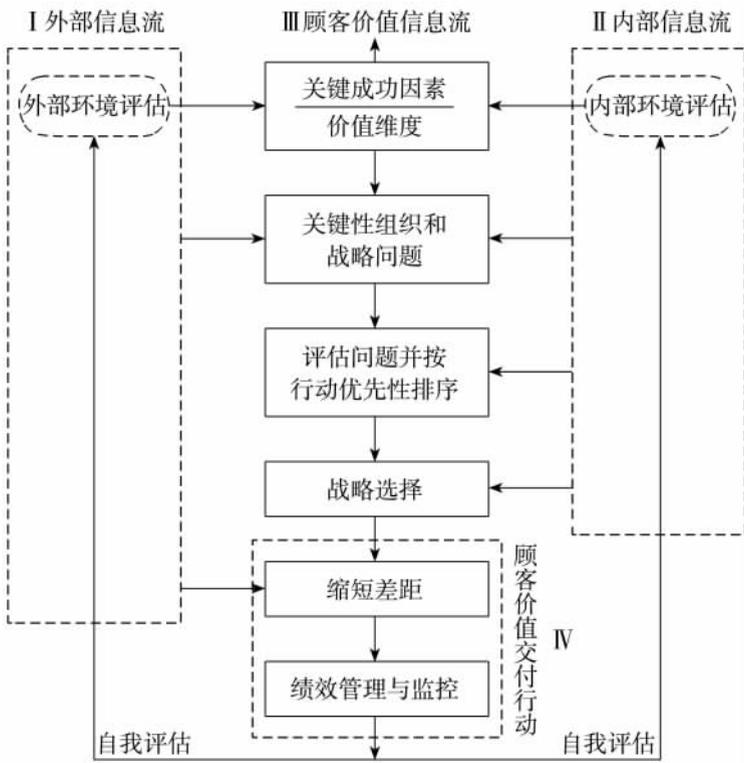


图 1-1 顾客价值战略管理模型^②

员工利益

哈佛商学院三位名教授在名著《价值利润链》中，讲了一句很有哲理的话：“在重要的面对客户的工作中，如果你知道今天的员工满意度，那你就可以预测明天客户的满意度和忠诚度，以及后天组织发展和盈利的情况。”^③ 我们前面讲了一个比较明显的道理，企业若没有客户，则什么都没有，说明客户利益在公司价值中比股东利益和员工利益更具决定意义。但上述这句话，似乎又表明，员工比客户对一个公司的今天和明天而言更重要，因为只有“今天”员工满意和忠诚，才会有“明天”的客户和“后天”公司的可持续发展。社会科学理论上的任何结论，都只能是相对真理，甚至只是正确地描述出了事实的某些特征而根本谈不上真理，对哈佛教授一句话的理解可能只能如此。但这句话也使下述的结论变得可信：员工利益

① 《1995年美国鲍德里奇国家质量计划》，焦叔斌译，北京，中国人民大学出版社，1995。
 ② 张明立：《顾客价值——21世纪企业竞争优势的来源》，北京，电子工业出版社，1999。
 ③ [美]詹姆斯·赫斯克特等：《价值利润链》，刘晓燕等译，北京，机械工业出版社，1998。

在有些时候在企业价值中最为基础，从而具有决定性作用。

图 8-1 公司治理的基础是公司具有持续良好的业绩

财务管理的目的，是为创造公司价值发掘持续的动力。公司价值创造本身是一种企业利益相关方的协调行动，用一句时髦的话说，是企业利益关系方共同博弈的结果。其间，无疑会产生很多复杂甚至是理不清剪还乱的利益关系。这种利益关系是否具有旺盛的生命力，是公司是否具有价值的基础。在这种利益关系中，真正的动力来源主要来自于三方：员工、股东、客户。前面两节我们对股东与客户价值作了专门研究，本节主要研究员工价值。

所谓员工价值，是指员工对企业价值的贡献程度。而员工对公司价值的贡献程度，又取决于员工在创造公司价值过程中自身价值的实现程度，这可以表现为员工对企业的满意度和忠诚度。随着新经济时代的到来，信息与知识成为公司成长发展的引擎。而公司的信息与知识，只有为公司员工真正掌握并充分作用，才能转化为公司的价值。因此，员工在现代公司价值创造中发挥着最为基础性的作用。一个企业若使全体员工成为知识型员工，并使之高度满意而对企业绝对忠诚，那么公司就有可能实现持续良好的业绩，公司价值增长就会成为现实。

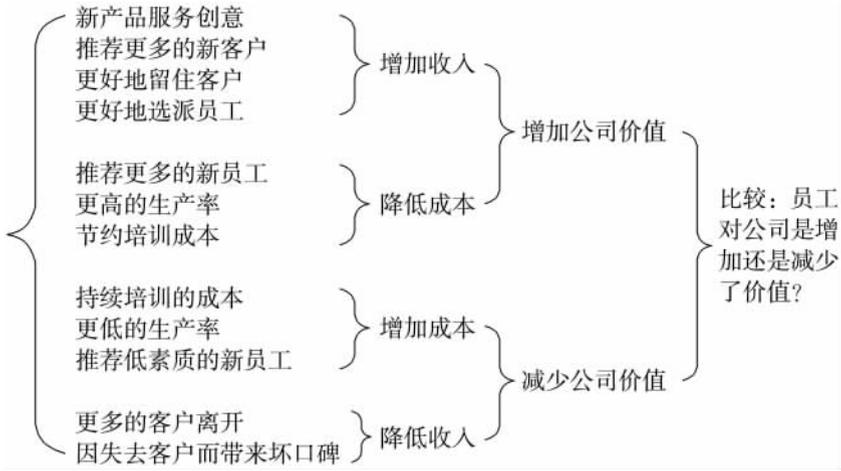
就某一个具体特定的员工而言，他（她）作为公司价值创造最为基本的一个生命因子，对公司满意与忠诚的程度，集中表现在是否愿意把自己的终身价值托付给企业，从而使企业获得员工队伍稳定性带来的收益。对于现代公司而言，员工流动成本让人最伤脑筋。因为企业价值已完全依赖于员工的知识 and 作业，因此，公司的资产已突破了传统会计关注的那些层面，以至于会计账面上确认并在资产负债表上反映的那些资产，对企业价值创造已发挥不了多大作用。所以，我们会经常听到这样的感叹：“在我们公司，资产每天晚上自己走出了大门。”这种提醒，某种意义上是表达了目前对公司创造价值最为关键的员工，未纳入管理控制业绩计量系统（会计）予以足够关注的一种抗议。因此，对员工满意度和忠诚度的管理，应纳入现代财务管理视野中，并首先做出价值计量。为了降低员工的流动性，必须把给员工带来终身价值作为现代财务管理的一个重要目标。员工终身价值表现为公司对员工的终身承诺，这种承诺是对员工利益保障的充分承诺，将换回员工对公司价值的终身承诺（如表 8-1 所示）。

但是员工终身价值的概念，并不意味着企业必须让员工固定在一个岗位上工作一辈子。这样，学习曲线的作用会导致员工创造公司价值的热情和激情流失，最终工作懈怠，创造收入和利润减少。为了赋予员工具有不断的创造公司价值的热情和激情，企业必须实行员工内部流动制度。这适应了员工自身价值的需求，他们要求企业密切关注个人的要求和业绩以及他们对组织整体业绩的影响。应把员工的满意、连续性和终身许诺程度，作为公司未来业绩的基本因素予以管理。

公司业绩由三个要素组成：领导和管理能力；文化、价值观和基于共同信任之上的无形资产；公司愿景和战略。而这三个要素都有一个基本前提：公司拥有高素质的员工。因此，公司价值的基础是业绩，而公司业绩的基础是员工，员工成为公

表 圆一怨

员工价值管理



司价值创造的基础。

美国思科公司的全面长期价值模式

美国思科公司是现代网络与通讯产业的巨头。这家公司是1986年才成立的公司，原来毫不起眼，只是1989年聘任了约翰·钱伯斯担任总裁后，成功地收购了硅谷家公司，才一跃成为令全世界都刮目相看的公司。1997年，思科公司市值为200亿美元，而另一个产业庞然大物通用汽车公司的市值仅为100亿美元^①。思科公司作为新经济的硬件供应商，主要为互联网业服务，其辉煌的根本原因就在于成功地实现了公司并购，而促使思科并购非常成功的关键就在于思科公司虽然不是第一个提出但应该是第一个认真地实践了全面长期价值模式的公司。恰如《思科成长探秘》的作者所言：“思科公司和其他公司的区别在于它不但知道自己要运作的方法，而且在实际中就按这种方法进行着运作。”^②

所谓全面长期价值模式，就是思科在每一个收购案和业务中，都要全面地审视对员工、股东、客户和合作伙伴利益的战略影响。如果思科公司发现某项收购不利于上述群体中的任何一方的战略利益，那么即使这次收购案很具吸引力，思科还是会断然放弃该项收购活动。而全面长期价值模式最为核心也是决定其真正成功的一个方面，是思科公司把员工获利放在了首位。思科认为一个收购案中，被收购的最有价值的资产是人员。在短期内失去被收购单位的人员，对于收购期望的回报绝对是个严重的损害。公司的意图不仅是购买现存的产品系列，而且也是购买这些人员融入思科公司后，继续开发新一代产品。为了留住员工并激发员工的创造性，思科公司为大部分员工提供了股票期权，其中思科公司的股票期权为非管理层的员工持有。当某一个公司被思科收购，它的股票期权就自然转为思科公司的股票期权。思科公司的员工很看重股票期权以及增值机会，这样，他们在自己岗位上兢兢业业，就会

① [美] 罗伯特·施伊克利斯等：《价值报告革命》，叶鹏飞等译，北京，中国财经出版社，1999年。
 ② [美] 艾特·博圣：《思科成长探秘》，缪卓群、乐嘉锦译，上海，上海交通大学出版社，1999年。

认为是在支持股票。思科公司把行使期权设定为 5 年，这样就鼓励员工力求把这几年的事情做得格外出色。结果，1999 年统计，在前 5 年内，被收购公司人员自愿离职率为 15%，而同样行业的离职率高达 30%~40%。支撑思科公司全面长期价值模式的是其团队精神，达成共识和互相合作的管理理念。思科的管理层认为：

- ① 对股东提一个较长期的财务收益，可避免股票的波动，提供更多吸引人的投资机会；
- ② 注重客户的长期利益，必须形成与客户的长期合作；
- ③ 提供一个稳定的然而有激励性的工作环境，使雇员拥有丰厚收入的前景，从而能使公司拥有一大批极优秀的人才。

为了使被收购公司的人员很快地融入思科公司，并打消他们对自己并入思科公司后的种种顾虑，思科公司组建了整合工作团队，以最快速有效的方式，让被收购人员能够像思科公司的员工一样感到工作环境轻松自在。在关键的整合时期，思科公司要求所有思科公司人员对目标公司人员提出的要求，只能通过整合团队负责该指定部门的人提出，这样避免了思科公司下达不恰当指示而造成误解的问题。

思科公司的员工基本上是技术人员，有很多员工属于技术怪才，他们对薪水和乐趣、尊重和融洽都有很苛刻的要求，思科公司建立了系统的“获取人才，寻找潜在员工，放权和授权，朴素但大气、神奇的技术想象和技术指导支持，以及丰厚的薪酬和极具诱惑力的股票期权”等方式，广揽人才，并牢牢吸引住了大批优秀技术人才，从而为思科公司在产业竞争中取得优势奠定了基础。思科公司要求，凡是思科的员工，都应有为客户提供产品和服务的经验，这些产品和服务不但要满足客户的需要，更主要的是改变整个人类社会的生活方式。最初的“路由器”产品提高了广大用户使用网络的能力，“转换器”的使用以更低的成本提供了这种网络能力。有人认为，在新的竞争环境下，企业真正的竞争能力只有两种：捕捉客户需求 降低成本制造个性化产品的能力；捕捉客户需求 高超的问题解决能力^①。思科公司恰恰具备这两种能力。思科公司为了使自己永远地拥有这两种能力，要求所有员工每时每刻密切关注“下一个思科公司”（竞争对手）。这样使其永远保持冷静清醒的大脑，真正地树立起自己无可争议的行业领导者地位，成为产业标准的制定者和仲裁。由此决定了作为思科公司的一个经理具有很高的身价，行业制高点的工作环境和无障碍的技术交流沟通，使每一个思科员工具有胜任行业工作的出色能力和知识。一个来自思科公司工程技术人员有关“最佳作业标准”的报告，比来自小公司工程技术人员的报告更容易让人相信，当然也会赚取更高的门票收入或给思科公司带来更多的客户及营业收入（市场份额）。思科公司的基本价值观，确保了它的成功。钱伯斯认为：“假如公司很成功，而该公司的成员却未能实现他们个人的目标，这是令公司感到羞愧的事。我们试图使公司目标与个人目标保持一致，并使之在整个组织中推行。”^②

思科公司基于员工价值的公司全面长期价值管理的模式，给我们留下了很多值

① 上海福卡经济预测研究所：《无边界浪潮》，上海，学林出版社，2000。

② [美]艾特·博圣：《思科成长探秘》，缪卓群、乐嘉锦译，上海，上海交通大学出版社，2000。

得进一步思考和研究的课题。^①

让员工告别平庸

公司价值的理念，最为关键的只有一点，即要有公司利益相关各方，都以“卓越”为追求标准，杜绝平庸。这一点，对股东和客户是如此，对公司员工尤其是经理更是如此。

美国人力资源职业经理人沃里纳，根据他在马里奥特公司的实践，发现大多数公司，尤其是一些历史悠久较为成功的公司，存在着明显的“平庸循环”现象。他认为，公司价值能否增长，关键在于能否打破“平庸循环”。平庸循环如图 圆-员所示。

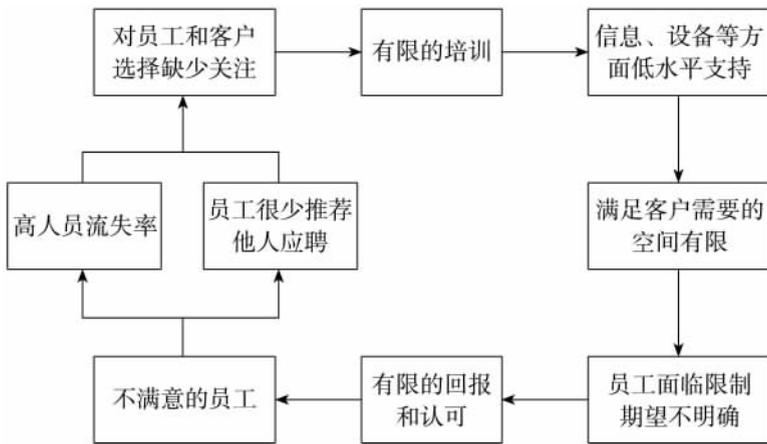


图 圆-员 平庸循环示意图

资料来源摇 [美] 詹姆斯·赫斯克特等：《价值利润链》，刘晓燕等译，北京，机械工业出版社，

为此，首先要让员工打破平庸循环。沃里纳提出了让员工打破平庸循环的基本模型：员工价值循环（如图 圆-员所示）。

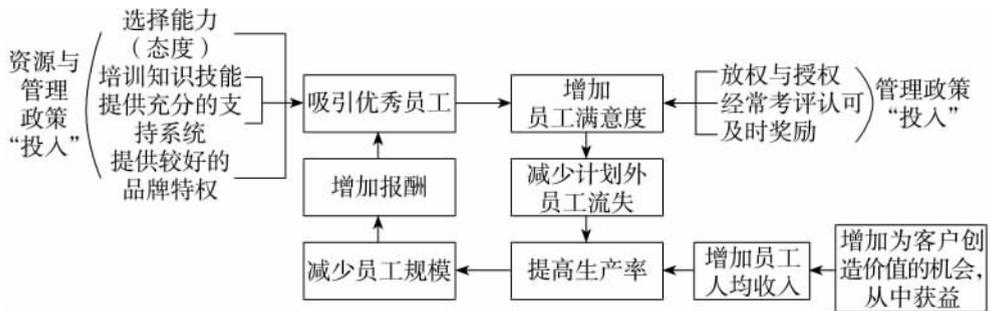


图 圆-员 员工价值循环图

资料来源摇 [美] 詹姆斯·赫斯克特等：《价值利润链》，刘晓燕等译，北京，机械工业出版社，

^① 关于思科公司的案例，见上注及 [美] 约翰·迈沃特斯：《钱伯斯的思科之道》，田祖开译，北京，机械工业出版社、民主与建设出版社，

实践证明，只要员工打破了平庸循环，进入员工价值循环模式，那么公司价值创造就有了源源不断的动力，从而形成了以员工价值为基础的公司价值创造模型（如图 8-1 所示）。

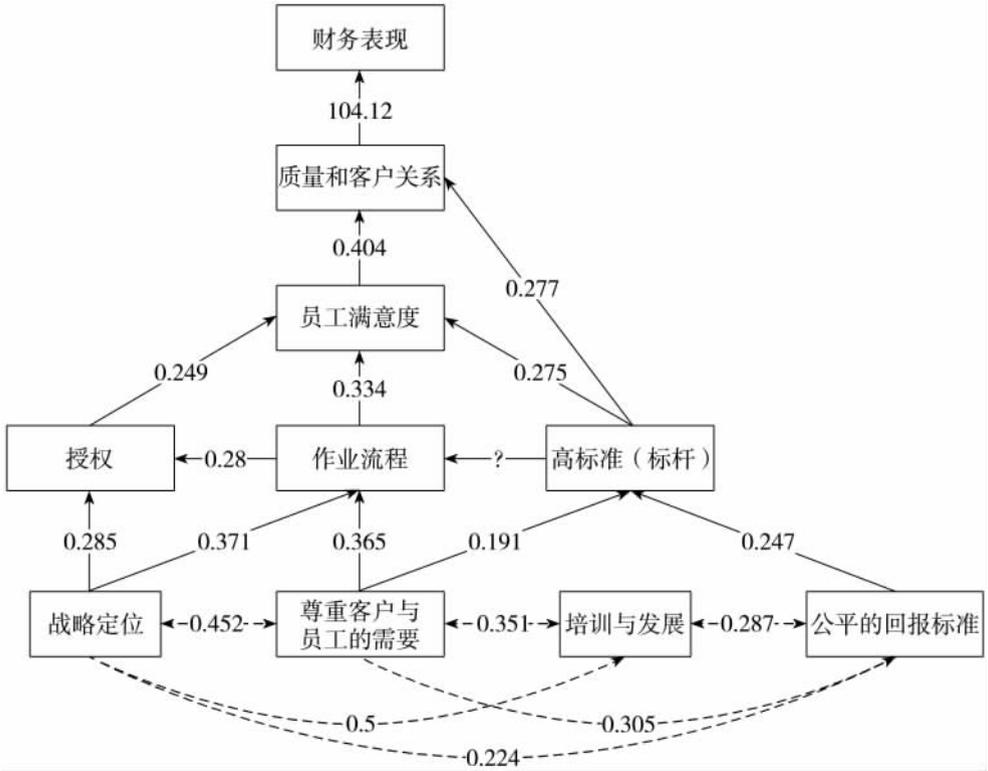


图 8-1 以员工价值为基础的公司价值创造模型

说明图 8-1 根据《利润价值链》第 5 页改制，其影响变量值根据美国梅斯特研究结果得出。

《哈佛商业评论》1995 年发表了一篇介绍希尔斯公司凤凰小组如何“将一个在 40 多个地方拥有 10 万员工的公司进行转变与革命”的文章，这一做法也是基于员工价值的公司价值创造模型（如图 8-1 所示）。

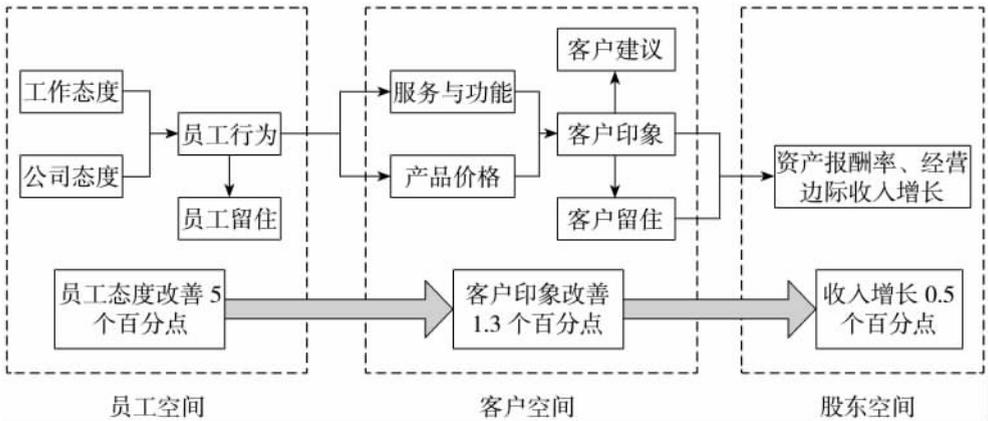


图 1-1 希尔公司价值改进模型

关键词

投资者利益保护摇投资者关系管理摇投资者忠诚度管理摇客户利益摇客户关系管理摇控制权分享摇客户价值管理摇员工利益

思考题

- 如何保护投资者利益？其基本机制和内容是什么？
- 投资者关系管理和投资者忠诚度管理的内涵分别是什么？应如何实现？
- 为什么要保护客户利益？客户对公司控制权和价值有什么影响？如何同时优化公司价值和客户价值？
- 员工对公司的价值是什么？如何实现公司和员工的良性互动和共赢发展？试借鉴思科公司员工全面长期价值模式、员工价值循环等模型说明实现员工发展的内容和方法？

案例分析

案例一摇中国平安天量增发等事件带来股市急挫

事件回顾：

2015年 11 月 11 日，回归 粤股不到一年的平安公布了自中国证券市场诞生以来规模最大的再融资计划，拟公开增发不超过 100 亿股 粤股，同时拟发行不超过 100 亿元的分离交易可转债，以“补充资本金、营运资金以及有关监管部门批准的投资项目”。

公告当天，沪深股市暴跌，两市市值蒸发 1.6 万亿元。第二天，两个市场再次有超过千家股票跌停，沪指在短短两天时间内下跌了 4.6 个百分点。如此巨大的跌幅不仅在中国证券史上罕见，也超过了“ 9·18”对股市的打击。以平安公告前一交易日的 10.8 元收盘价计算，这项再融资计划接近 1080 亿元，比全国财政每年用于

医疗卫生的支出还要高出近 1 倍，数额之大令市场瞠目。

紧接着，真假难辨的上市公司融资传闻不断传出。10 月 14 日，浦发银行传出再融资 100 亿元的消息，带动大盘再度向下，浦发银行也因此遭遇了 27 年来的首度跌停。其后，在大秦铁路、中国石化、中国联通等一系列上市公司的融资传闻影响下，股市一次又一次创下新低。

2008 年 11 月 14 日，平安临时股东大会如期召开，并不出预料地通过了平安再融资计划，支持率高达 90% 以上。股东大会的日期被安排在了“小非”解禁之后，则显示出平安对此次增发势在必得。11 月 14 日，100 亿股平安“小非”解禁，大大超过平安原有的 100 亿股流通股，这些“小非”的持有者，此前大多与平安有某种利益上的联系，因此也就确保了增发计划通过所必须达到的三分之二以上多数。

但如此罕见的高赞成票，并没有维持住平安的股价，相反平安股价又开始了新一轮大跌。从日线图来看，11 月 14 日、15 日有明显放量出货的迹象，市场表现与股东大会结果截然相反。显示出各股东一边在股东大会上支持增发，同时又出于各种原因（如“小非”的成本极低）积极减仓。

思考：

结合中国平安等一系列上述案例中提及的公司在宣布增发前后的经营业绩、财务状况、“大小非”解禁等背景和增发后的资金投向、用途等情况说明其进行巨额增发的动机和目的。再结合当时的市场反应和表现说明投资者的利益受到的影响。中国平安等公司哪些具体的操作手法，如投票时机选择等直接损害了投资者的利益？对公司自身又有什么影响？结合投资者关系管理和忠诚度管理，谈谈对于此类情况，应该如何进行规范和协调。

案例二 摇约翰迪尔公司的客户管理和万科的降价风潮

事件回顾：

参考第 14 章约翰迪尔公司的案例：

约翰迪尔公司奉行严格的质量标准，公司创始人的承诺是“我绝不把自己的名字放在与我的名字不相称的产品上”，成为公司文化的重要组成部分。公司还为客户提供“金钥匙”之旅，联合收割机、大型拖拉机和建筑设备的购买者都会受到邀请去参观工厂。在生产线的末端，他们会见到自己购买的产品，并获得一把金钥匙，登上驾驶室，第一个为自己的机器点火。员工们甚至将一名身患卢氏症、不得不用轮椅代步的顾客抬上驾驶室。同时，在 20 世纪的经济危机期间，公司虽然有数百万美元的应收账款却并没有要求农民付款，使其免于破产，并在农业状况好转后能够继续支付。由于其产品质量优异，很多农民世代使用约翰迪尔的各种产品。

而同时，我们也看到了公司和客户之间的一些矛盾和冲突。如 2008 年房地产市场呈现低迷之势，中秋之前万科在长江三角洲八个楼盘同时大幅度降价：杭州降价，南京降价，上海降价，无锡降价……万科打响了长三角住宅价格战的第一枪，极大地刺激了销售。但同时，在杭州等城市，因为房价下跌而感觉自己的权益受到

损害的万科的业主们（很多业主声称因为房价下跌 1 个月损失 1~2 万元）纷纷要求退房，并采取各种抗议措施，万科杭州总部甚至被砸。一个企业的降价事件演变成一个社会事件，引发了人们对“房地产商该不该降价？该不该退房？”的争论。

思考：

从上述事件来看，翰迪尔公司和万科公司在处理与客户的关系上有着鲜明的反差，试从两个公司所处的行业和生产的产品、面对的市场和客户群的差异，结合客户价值管理，谈谈你对两个公司的做法的看法。试总结不同行业的公司，在进行客户价值管理的过程中有何不同。

延伸阅读文献

上海证券交易所研究中心：《中国公司治理报告》（2014—2015），上海，复旦大学出版社，2015

[英] 菲利普·赛德勒：《如何做到基业长青》，李宪一译，北京，中国市场出版社，2015

[美] 悉尼·芬克斯坦：《成功之母》，俞利军译，北京，高等教育出版社，2015

[美] 罗伯特·赫伯德：《毒苹果》，洪懿妍译，北京，东方出版社，2015

[美] 约翰·瓦林：《商业协奏》，郑适编译，北京，清华大学出版社，2015

导入案例通用电气的业务管理与价值评估

1879年，“发明大王”爱迪生创立了爱迪生电气照明公司。1890年，爱迪生电气照明公司与托马斯—休斯顿电气公司合并，通用电气公司（General Electric，GE）由此诞生。1919年1月，年仅33岁的杰克·韦尔奇（Jack Welch）成为通用电气公司历史上最年轻的董事长和首席执行官。在韦尔奇就任GE的14年之前，韦尔奇的前任琼斯留给他一艘巨大的企业航空母舰——极高的信用等级、年收入超过10亿美元的业务群、高达10亿美元的自由现金流，以及15万人的庞大雇员群体。就在大部分人认为GE是一个不断创造企业价值的超级公司时，韦尔奇却认为GE仅仅是一个联合大企业，而不是一个高度整合、战斗力强大的多元化企业集团。尽管GE的业务群数量庞大（当时GE的事业部总数达到了150个），但各事业部的情况却参差不齐——固然有很多不断创造价值的明星类（金牛）和现金牛类（明星）业务，但不创造价值，甚至减损企业价值的问题类（瘦狗）和瘦狗类（问题）业务也有很多。对于GE的状况，韦尔奇已经忍无可忍。他认为，笨重的GE已经越来越跟不上时代变革的脚步，而保留那些既占用资金，又不能创造价值的业务是极其愚蠢的。他希望“这个公司能够像一艘快艇，迅速又灵活，能够在风口浪尖之上及时转向”，“在必须变革之前就做出变革”，极力推动GE进行脱胎换骨式的革新。

经过大量的调研，结合GE自身的条件，韦尔奇确定了GE的三个重点业务群（①核心业务群，包括照明、大家电、电动机等；②高科技业务群，包括医疗器械、电子、工业材料等；③服务业务群，包括信托投资、信息技术等），并将资源优先提供给重点业务。GE计划通过内部发展、收购使重点业务强大起来，使其所有的业务都是全球“数一数二”的超重量级选手，而那些不是“数一数二”的事业部就要被砍掉——整顿、关闭或出售。在韦尔奇的领导下，通用电气进行了大量的内部整合工作和外部并购活动，其中包括收购了动力研究院、劳动保险公司、沃德信托投资公司等，同时也出售了探路者矿业公司以及家用器具业务等。

在其任内，韦尔奇领导GE进行了大约1500桩企业交易（仅在1988年度就投资10亿美元收购了15家公司），削减了15万名员工，并大力推进“六西格玛”的严格质量标准。韦尔奇大刀阔斧的变革行为也为自己赢得了“中子弹杰克”的恶誉。然而，GE的成绩为韦尔奇作了最好的证明：以前GE旗下仅有照明、发动机和电力3个事业部在市场上保持领先地位，而如今，在韦尔奇的领导下，已有

怨个事业部在其各自的市场上数一数二，如果单独排名，通用电气有怨个事业部能入选《财富》缘五强。在韦尔奇执掌通用电气的 怨年中，公司迅速发展，并因此连续多年在美国《财富》杂志“全美最受推崇公司”评选中名列榜首。显著的成绩使得韦尔奇被誉为“世界第一 愧酌”。

韦尔奇很反感“中子弹杰克”这个绰号，他认为他的所有行为都是战略性的，出售公司业务部门和并购新的业务都是建立在价值评估的基础上的，都是为了不断增强 颀耘长期的价值创造能力。那么，何谓价值评估和价值创造呢？本章将从价值评估的原理出发，探讨价值评估的经典模型以及基于价值评估的价值创造活动内容。学习完本章的内容，你可能就会理解韦尔奇的行为，并由衷地赞赏他的伟大了。

所谓“正确投资”，基本条件就是投资者支付的资产价格不超过资产的价值。因此，无论是实体资产投资还是金融资产投资，基本前提就是要了解资产的价值以及价值的决定因素。虽然不同资产的价值评估难易程度、内容以及可靠性千差万别，但它们均具有相似的核心估值原理。企业作为一种特殊的资产，与股票、债券等金融资产一样，同样需要进行价值评估。本章主要介绍价值评估的基本原理、公司价值评估的思路与典型估值模型以及价值评估在企业价值创造中的作用等内容。本章致力于将价值评估与价值创造结合起来，使价值评估不仅成为对企业价值的估值方法与工具，而且成为企业价值创造活动的新管理理念和整合系统。

獭原 价值评估概述

企业价值评估是财务管理的重要内容之一，也是企业进行财务管理活动，增加企业价值的重要方法和途径之一。在本节中，我们将探讨价值评估的基本含义、价值评估的一般原理、价值评估的发展历程，以及价值评估的作用等内容。

獭原 价值评估的含义

在进行价值评估之前，我们首先要弄清什么是公司价值。公司是一个客观存在于经济生活中的实体。它是集合了土地、劳动力、技术、资本和企业家才能等要素资源的综合体，在承担市场风险、追逐利润的同时，为社会提供产品和服务。另外，公司不仅仅是一个经济组织，还是一个法律主体、资产主体、经营主体，以及市场主体等等。因此，公司本身就是一个复合的概念。同样，公司价值也是一个复合的概念，从不同的视角都会有不同的公司价值概念。现代主流观点认为，公司价值是由公司的未来获利能力所决定的。因此，公司价值是公司在未来各个时期产生的净现金流量的现值之和。公司的未来获利能力包括公司现有的获利能力和潜在的获利机会。前者是指在公司现有的资产、技术和人力资源的基础上，已经形成的预期获利能力；后者是指公司当前尚未形成获利能力，但以后可能形成获利能力的投资机会。所以，公司价值是公司现有基础上的获利能力价值和潜在的获利机会价值之和。由此可见，公司价值是一定阶段体现和影响公司生存和发展的内部因素与外

部因素的融合体，是体现公司整体获利能力的综合性指标。

公司价值具有如下几点基本特征：（员）公司价值具有多种表现形式。公司价值一般的表现形式有以下几种。①账面价值，是公司在一定时点上资产负债表所显示的资产总额，是公司所有投资者（包括债权人、股东）对于公司资产所有权的价值加总。②市场价值，是公司股票的价格与公司债务的市场价值之和，是将公司视为一种可在公开市场交易的商品，在供求关系的作用下所确定的价格。③公允价值，是交易双方在完全了解有关信息的基础上，在没有任何压力的情况下，自愿进行交易的价格。在市场完善的情况下，市场价值常常是公允价值的良好替代。④清算价值，是指在企业出现财务危机，破产清算时，把企业的实物资产逐个分离，单独作价的资产价值，是一种基于公司非持续经营条件的公司价值类型。⑤内在价值，是公司未来产生的现金流量的折现值，是一种强调公司盈利能力的公司价值类型。（圆）公司价值是一种多因素决定的综合价值。公司作为一种特殊的商品，其价值既受内部因素的影响，也受外部因素的制约。内部因素表现为公司的经营管理、公司盈利、公司成长，以及公司风险。它们可能是公司的优势因素，也可能是公司的劣势因素，影响着公司内部价值的大小。外部因素包含各种环境因素（比如政治、政策、自然环境、技术、经济与人口等等）、行业因素和市场因素等共同影响因素。它们可能为公司实现价值增值提供机会，也可能对公司产生威胁，导致公司价值减少。公司价值是由这些内外因素共同决定的，这些要素价值的强弱，决定公司价值的大小。（猿）公司价值体现了时间价值与风险价值。公司价值取决于公司的持续获利能力，而公司的时空运动必然面临公司存续期限问题与风险问题。公司价值强调的是在风险和收益均衡的条件下的公司长期、可持续的获取现金流量的能力。

公司价值评估就是以公司整体为对象，对公司未来产生现金流量的长期、可持续能力做出估算，为投资者和管理层等相关主体提供改善决策的信息，实现衡量和管理公司价值的目的。公司价值评估不是将公司内部各项资产价值进行简单的加总，而是考虑各项资源要素的共同作用带来的公司整体盈利能力。首先，公司价值评估是在综合考虑公司全部资产要素、未来现金流量、公司战略竞争力、抗风险能力等诸多因素的前提下进行的。因此，公司价值评估具有综合性。其次，公司价值是未来现金流量的现值，需要准确预测公司现金流量、折现率、公司价值增长长期等信息，不仅要考虑公司有形资产对公司价值的影响，还要考虑核心竞争力、商誉等无形资产的重要作用，不仅要考虑公司内部的微观影响因素，还要考虑公司外部的宏观政治、经济因素。由于公司价值评估涉及众多的因素，所以它没有一个绝对准确的数值。公司价值评估更主要的任务是为公司决策提供相关信息，实现公司价值的创造与增值。

3.1 公司价值评估的一般原理

公司价值评估就是要对公司未来长期、持续产生现金流量的能力进行评测。这种评估的原理来自于对价值创造基本规律的正确认识。因此，必须研究价值创造的基本原理，从而探讨公司价值评估的理论基础。为简便起见，我们以一个简例来说

明公司价值创造与评估的一般原理。

詹森拥有一家小型的电脑硬件连锁公司，他该如何评估公司的财务结果呢？我们应当计算他的投入资本收益率，然后把它与投资其他领域（如股票市场）可能取得的收益率相比较，来看看所取得的收益是否划算。詹森的投入资本收益率是 15%，而股票市场的投入资本收益率是 10%。他的公司经营得不错，因为他的投资收入比投资于其他领域的可能收入要高。那么，詹森的投入资本收益率是否已经最大化了呢？他有一个商店的投入资本收益率只有 8%，如果他把这个商店关闭的话，其平均的投入资本收益率就会提高。但是，从价值创造的角度来看，他关心的不应该是投入资本收益率本身，而应该是投资收益（相对于投资成本而言）和资本额的综合指标，该指标就是经济利润。经济利润等于投资资本收益率与资本成本之差乘以投入资本。就詹森这个案例来看（见表 猿-1），经济利润是 1000 万美元。他如果把低收益的商店关闭，平均的投入资本收益率会上升，但经济利润会下降。这个低收益的商店的投入资本收益率虽然比詹森所拥有的其他商店低，但却高于资本成本。经营的目标是要使经济利润最大化，而不是使投入资本收益率最高。因此，詹森不应该关闭那个低收益的商店。

表 猿-1 詹森硬件公司与低收益商店的财务分析 单位：万美元

	投入资本收益率	资本成本	差异	投入资本	经济利润
整个公司	15%	10%	5%	20000	1000
除低收益商店以外	18%	10%	8%	12500	1000

随着詹森电脑硬件连锁公司的发展，詹森想发展一项名为“超级硬件”的新业务，因为对投入资本有新要求，经济利润在未来几年将会发生下滑（如图 猿-1 所示）。四年后，经济利润将比目前高，那么如何权衡短期的经济利润下滑和长期的经济利润改善呢？

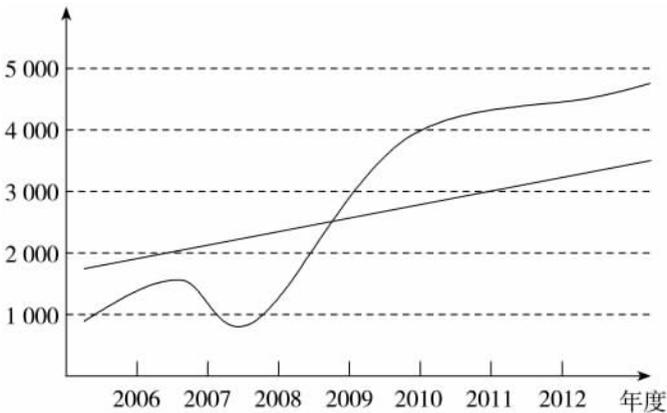


图 猿-1 詹森的新业务

我们要运用折现现金流量（阅读案例 猿-1 附录 猿-1，阅读）来分析詹森的新业

务，用 15% 对预测的现金流量折现，公司目前的折现现金流量为 2.5 亿美元，新业务的折现现金流量为 1.5 亿美元，因此，新业务是有利可图的，用同样的资本成本对经济利润的折现值加上投入资本的和与 15% 计算的结果是相等的。

随着公司融资量的增大，詹森对公司的第三步举措是让公司上市。这便需要应用价值评估的决策原则来同时管理真实市场和金融市场。股票的价格是通过投资者对股票价值的看法确定的。投资者的交易是基于他认为目前的股票价格是高于还是低于股票的内在价值来进行的。内在价值是基于公司未来的现金流量和收益能力来确定的。从实质上来看，投资者所购买的，是他们认为公司在未来可能取得的绩效，而不是过去的成果。如果公司实际的绩效与预测相同，股东的收益就会等于机会成本。如果该公司的绩效比预测的要好，股东的收益率就会超过 15%。如果该公司的绩效比预测的差，股东的收益率就会低于 15%。投资者取得收益的驱动因素，不仅包括公司的绩效，还包括对绩效的期望。因此，需要同时在真实市场和金融市场中对公司的绩效进行管理。如果在真实市场上创造了很大的价值，但没有达到投资者的期望，投资者还是会失望。詹森的任务就是要使公司的内在价值最大化，并适当地管理金融市场中投资者的期望。

詹森公司的案例说明了价值创造及评估的要点。

(员) 在真实市场，价值创造应通过获取高于资本成本的投资收益来实现；

(圆) 高于资本成本收益的投资越多，创造的价值就越大（即只要投入资本收益率高于资本成本，业务的拓展就能创造更大的价值）；

(猿) 选择能使预期现金流量现值或经济利润现值（无论选择这两个中的哪一个，结果都相同）最大化的战略；

(源) 股市中公司股票的价值等于其内在价值，内在价值以市场对公司未来绩效的期望为基础，但市场对公司未来绩效的期望可能不是一种公平的估计；

(缘) 期望的变化对股票收益的决定作用有时甚至超过了公司的实际绩效所起到的作用。

8.1.2 公司价值评估的作用

公司价值评估是一项综合性的要素评估，是对公司整体经济价值进行判断、估计的过程。价值评估可以应用在一系列任务中，但是它所起到的作用对于不同的主体是不同的。下面，我们将分别从公司投资者、公司产权交易者，以及公司管理者三个主体的角度介绍价值评估的作用。

8.1.2.1 价值评估对公司投资者的作用

对于公司投资者，尤其是那些价值型投资者和长期战略投资者，价值评估在他们的投资决策中起到了关键性的作用。价值型投资者认为，公司价值是可以通过财务指标（如成长预期、风险预测和现金流量预测）反映出来。任何偏离公司内在价值的股票价格都是低估或高估的表现，而那些被低估的股票正是他们投资的重点。长期战略投资者主要从事他们自己非常熟悉的一些业务，并尝试购买那些被低估的公司的股票。他们常常对这些公司的管理施加影响，从而改变公司财务和投资

决策，通过公司价值评估，认识到公司存在的风险与其真实的价值，从而理性地做出投资决策，规避公司存在的较大风险，减少冲动的行为所带来的不可挽回的损失。

价值评估对公司产权交易者的作用

在公司并购过程中，价值评估对于公司产权交易者进行正确的分析和决策起着核心作用。在收购活动开始前，并购公司或个人首先要评估目标公司的合理价位。同样，在接受或者放弃某个标价之前，目标公司也要对自己有一个合理的定价，同样也需要进行价值评估。

在并购交易中，还有另外一些特殊因素需要考虑。首先，在并购决策之前，一定要先考虑到两家公司（目标公司和并购公司）的合并会对两家公司的总价值产生什么影响。其次，管理变革和目标公司资产的重组也会对公司的价值产生重大影响，所以在制定一个合理价格的时候应该考虑这些因素，尤其在敌意收购中更应全面考虑。因此，通过对公司价值的评估，有助于产权交易者对公司的前景与存在的风险有一个清醒的认识，并作为确定交易价格的基础。只有充分分析了公司的价值状况之后，才能准确地把握住交易机会，掌握交易主动权，尽可能地降低由此带来的风险。

价值评估对公司管理者的作用

对公司进行价值评估，有利于公司内部的经营管理层进行决策，提高管理效率。以开发公司潜在价值为目的的价值管理正在成为现代公司经营管理的方向。公司价值管理更加注重对公司整体获利能力的分析和评估，从而制定和实施合适的经营发展计划以确保公司的经营决策有利于增加公司价值。在这一趋势下，公司管理人员将不再满足于反映公司历史的财务数据，而是更多地运用公司价值评估的信息展望公司的未来，提高公司的未来盈利能力。价值管理以提高公司价值为目标，从战略高度对公司各项资源进行整合、优化与开发，推动公司整体价值的持续增长。为满足价值管理的需要，管理者需要评估公司价值，评价管理效果并推行激励计划，最终实现公司价值增值。这样，价值评估的应用领域便从并购交易拓展到了公司价值管理。

因此，管理者首先要清楚财务决策、公司战略与公司价值之间的关系。一个公司的价值与其下列决策是直接相关的：采纳哪些投资项目，如何筹措到所需要的资金，采取合理的股息政策等等。理解这些关系是做出提高公司价值的决策和进行明智的资产重组的关键。

公司价值评估的发展演进

价值评估理论与方法产生于 19 世纪末 20 世纪初的并购行为，并随着人们对公司价值概念理解的不断深入而逐渐发展成熟。公司价值评估的发展演进大致经历了四个时期。

价值评估的萌芽期

19 世纪 70 年代，随着西方国家工业化的开始，公司并购活动日益活跃。美国

首先掀起了历史上第一次并购浪潮，并在 19 世纪 90 年代进入高峰期。横向并购（即生产同类产品的公司间并购）成为当时并购的主流。由于企业股票需要上市、投资银行资金的投资以及收购经纪人的重视，公司价值开始成为人们关注的核心，从而产生了对公司价值评估的强烈需求。在公司并购活动中，并购价格是并购双方关注的焦点问题，在很大程度上决定了并购活动的成败。只有确定一个买卖双方都能接受的价格，并购活动方能完成。这一价格的确定，除了取决于并购双方讨价还价能力的大小之外，实质上更依赖于并购双方对公司价值的评估。这一时期，公司价值表现为交换价值或公允市场价值，公司价值评估服从或服务于公司的兼并收购或者股权转让。在这些活动中，公司交换价值或公允市场价值如何确定，成为并购或股权转让成败的关键。资产的价值资料易于取得，且比较明确，因而以资产价值来确定公司价值显得比较容易，且易于被并购双方所接受。因此，账面价值法成为当时评估公司价值的主流方法。

二、价值评估的成长期

随着经济活动与金融活动的不断发展，两者的关系日益密切，出现了由经济货币化向经济金融化过渡的趋势。公司管理当局所控制的资源已不仅仅是实物性资产，往往更多地体现为证券化的资产和负债，如股票和债券。证券市场的发展为许多公司实现直接融资提供了可能。股权投资人和债券投资人成为公司资产索偿权的持有人。公司管理者对公司管理的关注已经远离了生产和经营过程而转移到了公司各种金融资产的市场价值上。随着投资者数量的日益增多，上市公司的经营行为和理财行为迅速在公司股票价格上得到体现。科学合理的管理行为会提高公司的股票价格，低劣不合理的管理行为会降低公司的股票价格。公司股票价格的变化直接导致了投资者（既包括股权资本投资者，也包括债权资本者）投资财富的增减。人们将公司价值理解为对公司的投资价值，投资获利水平不是取决于公司在以往时期里所获得的收益，而是取决于公司在未来时期里可能获得的收益（现金流量）。“购买股票就是购买公司的未来”已经成为业内人士的共识，公司的可持续性发展成了投资者和公司管理者所关心的核心问题。

经济金融化在奇迹般地提高了整个经济系统流动性的同时，也带来了不容忽视的风险。它可以在一夜之间给人们带来巨额财富，同时也可以使亿万资产顷刻间化为乌有。对公司风险的界定、度量及控制已经成为一个极其关键的要素。公司要想求得长远发展，必须在风险与收益之间进行科学的权衡。由于风险因素的加入，使人们逐渐意识到利润最大化已经不再是公司的最终目标，现金流量成为公司价值的衡量尺度。这个时期折现现金流量法的评估思想获得了普遍的认可，但在具体操作上，预期现金流量和公司可持续发展年限的确定以及折现率的选择还存在很大问题。

三、价值评估的成熟期

著名经济学家莫迪格利尼和米勒于 1958 年发表了具有里程碑意义的学术论文——《资本成本、公司融资与投资管理》。他们对投资决策、融资决策与公司价值

之间的相关性进行了深入研究，并为公司价值研究提供了方法论。他们的研究发现，在无税的条件下，公司价值与融资决策无关。公司价值的大小主要取决于投资决策。在均衡状态下，公司的市场价值等于按其风险程度相适合的折现率对预期收益进行折现的资本化价值。夏普的资本资产定价模型（CAPM）用于对股权资本成本的计算，大大提高了折现率确定的理论支持。对于加权平均资本成本问题，人们逐渐认识到，与未来财务决策及现金流量相关的不是账面价值的权数，而是市场价值的权数。折现率的研究方面的进展，提高了折现率与价值评估的相关程度。

20世纪80年代兴起的高科技革命，引起了知识经济的全面崛起，从而对公司价值评估技术提出了新的要求。在信息电子和生物制药行业，它们虽然微利甚至还未达到盈亏平衡，但其股票市价却高得惊人，究其原因是潜在的投资机会在起作用。20世纪90年代发展起来的期权定价理论就可以很好地对公司这种潜在的获利机遇进行评估。运用期权定价技术来调整按现金流量贴现法评估的公司价值，无疑会使公司发展机遇这一要素在公司价值中得以充分体现，从而使评估值进一步趋向合理。

2. 价值评估的新发展

随着公司内外部环境的重大改变以及企业管理理念的转变，公司越来越强调价值管理，公司价值理论已经成为公司管理理论的核心内容。价值管理思想不断被管理者接受和运用，传统的绩效评价已无法适应公司价值管理的需要，其内涵和方法都需要做重大转变。传统的绩效评价是公司投资者（包括债权人）为加强公司内部经营管理而产生的。对公司的评价主要来自外部的债权人不参与管理的投资者，由于他们对公司生产经营过程存在着信息不对称，投资者主要依据公司的财务会计资料和管理控制资料等评价经营者的业绩。而现代公司的物质资产已逐步失去了其独一无二的光环，决定公司竞争力的核心资产可以是价值形成过程中的任何一种要素。核心资产的所有者以及其他利益相关者按照他们的谈判能力共同影响公司价值，不同的利益相关者分别参与到公司价值形成过程的不同阶段，要求绩效评价从不同角度、不同层次对公司做出全面的、综合的评价，也就是说，评价范围应是公司整体价值创造的全部过程。因此，传统绩效评价的内涵得到了拓展，已经演变为从公司内部对公司价值进行评价——公司经营价值评估。价值评估已成为现代公司管理者评估、管理和做出决策的重要工具，也是考评管理者绩效的重要手段。在价值管理背景下，公司价值评估越来越远离了资产定价层面，而更多赋予了价值管理的重要内涵。通过价值评估，一方面可以让投资者了解公司的价值，同时也让管理者了解其价值管理活动是否实现价值增值，经营价值评估的结果还能为公司经营绩效和实施激励计划提供重要标准。因此，价值评估由并购交易的主要环节进而发展成为公司价值管理的重要组成部分。

(圆) 内部环境驱动因素

现实中的同一行业不同公司之间的效益差别有时会大于不同行业之间公司的效益差别，这足以说明公司内部环境对公司价值的重要性。不同的公司可能面临类似的外部环境，但不同公司的内部情况却千差万别，从而导致公司价值的巨大差异。因此，从公司内部挖掘公司价值创造的驱动因素至关重要。公司内部环境驱动因素包括：①物质资本。物质资本是公司提供产品和服务的基础条件，也是公司投资项目决策所重点关注的内容。通过向顾客销售产品和服务，投资项目可以产生公司现金流量，进而增加公司价值。②人力资本。随着公司理论与实践的发展，人们越来越重视人力资本在公司价值创造中的作用，尤其在新经济条件下的公司中，人力资本对于公司价值创造的作用远远大于物质资本。③技术条件。无论是产品服务成本的降低，还是产品服务质量的改进，都依赖技术水平的提高。显然，技术水平的改进将极大地提升公司价值。④管理方法。为了提升公司价值，不断涌现出了一些新的管理方法和技能，如全面质量管理（**裁**）、作业制成本管理（**粤**）业绩评价中的平衡记分卡（**月**）、**裁**、**粤**等。这些先进的管理方法极大地提升了公司的管理效率，进而实现了公司价值创造。⑤组织制度。技术条件与管理方法能够真正实现价值创造的功绩，需要建立在科学、高效的组织制度上。

管理活动视角下的价值驱动因素

从公司管理活动的视角来看，创造公司价值的驱动因素主要包括公司战略、公司治理、管理控制与作业控制。公司战略、公司治理、管理控制与作业控制对公司价值具有综合性的作用。公司战略是公司价值创造的决定性因素，是公司价值创造的源泉。它能对公司价值产生持续重大的影响，并能长期提升公司价值。公司治理是公司价值创造的制度保障因素。它通过治理结构来推动公司各个利益主体和谐地、积极地促进公司战略实施，实现公司价值创造。管理控制与作业控制从战略执行以及作业管理方面去实现公司价值。

(员) 公司战略

公司战略是公司最重要的管理活动之一，会对公司价值形成和创造产生重要的影响。公司战略可以通过行业吸引力分析，选择投资溢价为正的业务或投资项目，或者进入有吸引力的行业或市场来制定。一项投资，当投资收益大于投资资本成本时才能创造价值。当投资溢价为负时，公司投资便减少公司价值。当选定一个有吸引力的行业或市场后，公司需制定正确的竞争战略，力争超越竞争对手，获得比较竞争优势。公司相对于竞争对手越强，持续的时间越长，公司持续盈利的时间越长，创造的价值就越大。现代公司所面临的环境复杂多变，面临着诸多不确定的内外因素。因此，可充分利用公司战略柔性来应对环境不确定性。公司战略柔性是指公司可以通过有效的战略管理将经营风险和不确定性转化为价值创造的机会。不确定性越大，公司战略的柔性越大，公司管理当局越有可能获得价值创造的机会，获得创造巨大实物期权价值的机会。例如，公司管理当局运用丰富的经验、知识、技能，通过行业吸引力分析、竞争地位分析和价值链分析，扩大在能创造价值的业务

单位上的投资，减少在毁损公司价值的业务单位上的投资或进行业务剥离。通过公司战略柔性的实施，公司可以获得价值创造的机会。

（圆）公司治理

公司治理是关于公司利益相关者，如投资者、公司管理层、员工之间相互约束、相互控制、有利于公司实现价值创造的一系列制度安排。公司治理通过绩效考核、薪酬规划、投资者关系管理来促进公司价值创造活动的贯彻和实施。建立绩效考核体系的关键是要建立反映公司价值创造的核心指标，如经济增加值（ EVA ）、市场增加值（ MVA ）、股东价值增加值（ SVA ）、股东总收益率（ TOR ）等。这些指标可以分别从不同角度衡量公司价值的增长情况。在绩效考核的基础上，通过科学、合理的薪酬规划整合公司投资者和公司管理者的目标不一致性，减少委托代理成本。通过工资、奖金、津贴与股票期权相结合来吸引、维系、激励管理者，使其目标集中在公司价值创造上，平衡股东和管理者之间长期利益和短期利益的不一致性。随着资本市场的发展，投资者关系管理也对公司价值创造产生重要作用。公司管理当局向投资者解释公司的战略、发展远景、运营情况，以及公司的战略行为对公司发展的影响，使投资者对公司的发展前景有一个正确的判断，增加投资者对公司的信任及对公司未来现金流量的预期，使公司有一个良好的内外部发展环境。

（猿）管理控制

管理控制就是以公司价值最大化为出发点，执行、监督、控制公司发展战略而进行的一系列管理活动过程。公司管理层作为管理控制的主体，重要职能在于对公司制定的战略予以执行、控制。如果说公司战略的提出、制定是保证公司沿着公司价值最大化方向前进的话，那么管理控制就是执行、落实、控制公司发展战略，使公司价值最大化的加速器。

（源）作业控制

作业控制是确保各项具体业务活动能充分有效地完成，其步骤一般相对稳定，进行决策和行动通常持续时间较短。作业控制主要由公司中层管理者以下的员工来完成，所面对的主要是公司内的日常业务和事项。与管理控制一样，作业控制从具体业务层面实现了公司价值的创造。

獠公司理财视角下的价值驱动因素

公司理财是实现公司价值创造的基本途径之一。公司财务理论认为，公司价值是公司未来自由现金流量的折现值。按照美国“股东价值之父”阿尔弗洛德·莱帕波特提出的分析框架，公司价值的一般模型与驱动因素如图獠-圆所示。

从以上模型可以看出，所谓公司价值，就是公司经营所取得的全部净现金流量按照风险利率进行折现后的现值，是公司取得持续现金流量综合能力的体现。公司通过获取高于资本机会成本的投资收益来实现公司价值创造。当投资收益大于资本成本时，公司创造了价值，而当投资收益小于资本成本时，即使公司的利润为正数，也是处于价值耗损状态的。

同时，上述模型也说明了公司理财视角下的价值驱动因素：销售增长率、营业

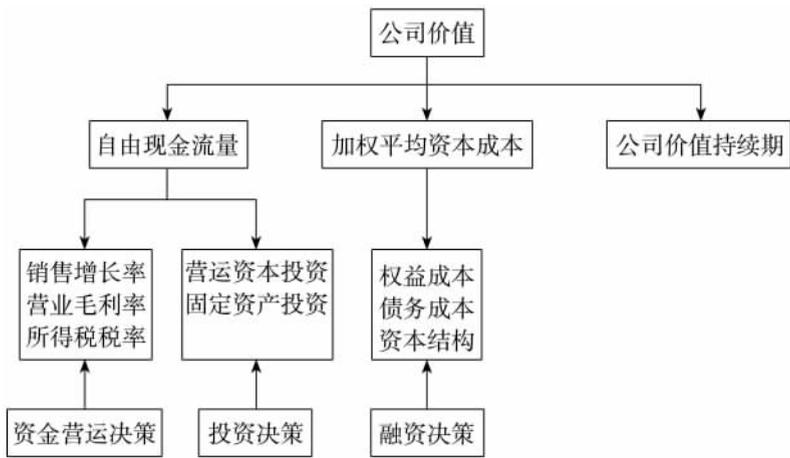


图 猿-圆 公司价值的一般模型与驱动因素

毛利率、所得税税率、营运资本投资、固定资产投资、权益成本、债务成本、资本结构，以及公司价值持续期。公司理财主要包括筹资管理、投资管理与资金运营管理三部分。在上述模型中，公司资金运营管理活动涉及销售增长率、营业毛利率、所得税税率，而销售增长率、营业毛利率可体现公司现金流入情况，所得税税率则体现了公司现金流出情况。另外，投资管理活动所涉及的营运资本投资和固定资产投资对于形成公司自由现金流量也发挥着关键的作用。融资管理活动所涉及的权益融资、债务融资以及两者的资本结构问题，共同决定了公司加权平均资本成本的大小，进而影响了公司价值。

公司理财视角下的诸多价值驱动因素共同指向三个关键的公司价值评估成分：自由现金流量、加权平均资本成本和公司价值的持续期。所谓公司自由现金流量，是指由公司的经营活动所产生的，是公司全部现金流入扣除付现费用、必要的投资支出后的剩余部分。它是公司可以提供给所有投资人（包括股权投资人和债权投资人）的现金流量。自由现金流量是公司价值的根源，其变化代表着公司实际的、可控制支配的财富的变化。公司价值本质上是投资者对公司自由现金流量追索权的大小，公司价值也取决于它在当期以及未来创造自由现金流量的能力。所谓加权平均资本成本，是指所有资本来源按照各自筹集成本及市场价值为权重的加权平均资本成本。加权平均资本成本的高低取决于所有公司索偿权持有人对公司收益及风险的度量和权衡以及各自资本占市场价值的权重。加权平均资本成本是公司经营收益的最低标准，是公司选择投资项目的重要标准。公司资本成本是公司融资决策的结果，对公司资本成本的管理就是对公司的融资管理。公司价值持续期则要求公司价值创造应着眼于未来长期的可持续性，而不能局限于短期现金流量的增加或减少。公司保持正的净现金流量的时间越长，公司的价值就越大，公司价值与正的现金流量的持续时间正相关。

7.1.1 公司财务活动对价值评估的影响

根据上述公司价值的一般模型与价值驱动因素，公司价值评估的三个关键成分包括自由现金流量、加权平均资本成本和公司价值的持续期。公司的基本财务活动（投资活动、融资活动和资金营运活动）与这三个关键评估成分紧密相关，公司财务活动对价值评估有着至关重要的影响。

7.1.1.1 公司财务活动对自由现金流量的影响

公司价值是由公司产生现金流量的长期能力所驱动的。公司的财务活动可以通过以下的方式来增加公司自由现金流量的产生。

（员）通过资金营运活动来提高现有资本的收益率，进而提高公司自由现金流量

在预期营业利润增长率相同的情况下，投入资本收益率越高，公司的自由现金流量就越大。公司可以通过改善资金营运活动来提高公司的税后投入资本收益率：①通过加快资金周转（如加快应收账款的回收，提高存货周转速度以及高效率使用现有固定资产等），实现用最少的资本存量产生最大的销售收入；②通过提高营业利润率，从而实现每单位销售收入所产生的经营利润最大化；③通过税收优惠政策和税收筹划，实现公司实际所得税支出的减少。

（圆）通过投资活动使新增投入资本的收益率超过加权平均资本成本

良好的投资决策是公司价值创造的源泉之一。如要实现公司价值创造，公司新增投入资本的收益率必须超过加权平均资本成本，否则就会损害公司价值。因此，公司是否创造价值以及创造多少价值主要取决于所投资项目的税后投入资本收益率与加权平均资本成本之间的差额。公司在进行新增投入资本决策时应充分收集信息，对项目的可行性进行反复论证，用多种方法对项目进行评价，避免评价方法本身的缺陷对项目评估结果的影响，综合考虑各种因素，确保在分析中包含那些能削弱或增强现存或其他潜在项目价值的经济因素所产生的影响。

（猿）通过资金营运活动和投资活动来实现公司增长率的提高

公司增长率包括公司的销售增长率和公司投入资本增长率。只要新投入资本的收益率大于用来对现金流量折现的加权平均资本成本，增长率越高，价值就越大。公司可以通过以下活动来提高公司增长率：①通过对新项目的投资决策，在确保新项目投入资本收益率大于加权平均资本成本的前提下，提高资本投入的增长率；②通过对营销宣传费用（如广告费等）的持续投入，提高营销水平，促进销售收入的增长。

7.1.1.2 公司财务活动对加权平均资本成本的影响

公司的加权平均资本成本主要受到公司筹资活动的影响。有效的筹资政策能够合理地确定公司各项资本的来源以及其在总资本中所占的比重，从而使得公司维持一个较低的加权平均资本成本水平。公司的筹资活动可以通过以下两个方面降低公司的加权平均资本成本：

(员) 降低个别资本成本

资本成本是选择资金来源、确定筹资方案的重要依据，公司力求选择资本成本最低的筹资方式。股票筹资的资本成本比较高，长期借款的筹资成本较低，长期借款利率一般低于债券利率，且由于借款属于直接筹资，筹资费用也较少。短期负债筹资的成本较低，其利率低于长期负债。公司应根据自身生产经营状况，权衡风险因素，选择适当的筹资方式，降低个别资本成本。

(圆) 优化资本结构

资本结构对公司价值创造有重大影响，因为债务的资本成本要比股权资本的资本成本低得多。因此，较多地举借债务，公司的加权平均资本成本将趋于下降，就可以实现价值创造。但是，负债率的提高会增加公司的财务风险，进而提高投资者对公司的报酬率要求，造成资本成本的提高。因此，提高资产负债率反而不会为公司创造价值，关键途径在于根据公司的经营状况维持适度的债务资本与权益资本结构比，强调公司资本结构优化，融资管理、资金管理持续提高。在实践中，公司往往是在探寻一个最佳资本结构区间，使公司的加权平均资本成本较低，同时达到公司价值创造的目标。

獠公司财务活动对公司价值持续期的影响

公司价值创造要求公司必须要可持续发展，保持更长的竞争优势期间，仅仅追求某一时期内的现金流量最大化对公司价值的创造并无益处。没有公司的可持续发展，就无法真正实现公司价值创造。因此，公司的财务活动应注重长期产生现金流量。公司财务活动可以通过以下两个途径保持公司更长的价值持续期间：

(员) 尽量延长获得正的净现金流量的时间

通过提高产品质量和服务水平、开发新产品、降低成本、增加现有商品的附加价值、增强公司盈利能力等方法来创造比竞争对手更多的现金流量。当这些努力超过竞争对手时，公司价值就增加了。长期保持竞争优势的企业要同时实现不低于竞争者对消费者剩余的满足，又能获得更大的销售利润。决定创造价值的消费者效用价值和生产成本又取决于企业在市场竞争中的产品差异化定位、成本定位及经济规模定位，而这些都与公司的财务战略紧密相关。因此，只有公司财务战略制定得当并认真执行才能延长获得正的净现金流量的时间，保持公司长期价值持续期间。

(圆) 公司财务活动应符合可持续发展观

纵观企业的诞生与发展史，企业与经济、自然及社会之间的协调发展一直贯彻其中。然而，不无遗憾的是，传统的发展观念漠视了企业与自然、社会的紧密联系，而更多地强调企业的经济特性。在传统的发展观下，人们习惯地把企业看作是一种创造经济财富的机器和工具，即企业是“经济型企业”。当人类发展进入新千年后，全球变暖、资源短缺等等自然问题为人类与企业的可持续发展敲响了警钟。另外，企业理论的最新发展也证明了企业发展问题不仅要考虑自然与经济因素，还需要将社会这一重要因素纳入到企业可持续发展的整合系统中。在这样的背景下，传统的企业发展观已明显不适应现实和理论的需要，传统的企业发展观应当让位于

企业可持续发展观。公司财务活动只有从经济、社会和自然三方面进行综合考虑，方可实现公司的可持续发展，实现公司价值持续期的不断延伸。

4.1.1 公司价值评估的基本模型

在价值评估实践中有大量不同的模型，这些模型从简单到复杂，对于价值确定常常有着不同的假设前提，但是它们也有一些共同的特性。按照一般分类标准，可以把价值评估的模型分为三种：第一，折现现金流量模型，依据预期的未来现金流量现值评估一项资产的价值；第二，经济利润模型，利用经济利润的折现值来评估公司价值；第三，相对价值模型，寻找确定可比资产，根据某个共同的变量，如收入、现金流量、账面价值或销售收入，通过可比资产的价值来估计标的资产的价值。

4.1.1.1 折现现金流量模型

折现现金流量模型（Discounted Cash Flow Model, DCF），即以反映现金流量风险的折现率对未来时期预计的现金流量进行贴现，以确定其资本化价值。这个估价模型很好地体现了公司价值的本质，即公司价值是公司未来经营现金流量的折现值，是公司整体获利能力的一个综合量化表现。以下为折现现金流量模型的基本公式：

$$\text{价值} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

式中： n 代表资产的收益年限； CF_t 代表第 t 年的现金流量； r 代表反映现金流量风险的贴现率。

将现金流量折现模型用于公司估价，需要解决的主要问题是公司自由现金流量数额及时间分布如何估计，以及相应的折现率如何确定。

公司自由现金流量（Free Cash Flow, FCF）等于公司的税后净营业利润（NOPAT）加上非现金支出，再减去流动资金、土地、厂房和设备以及其他资产的投资。它不包括任何与筹资有关的现金流量，如利息支出、红利等。

$$FCF = EBIT(1-t) + \Delta CA - \Delta NCA$$

式中： $EBIT$ 为公司息税前营业利润； t 为所得税税率； ΔCA 为非现金支出（如折旧等）； ΔNCA 为公司资本性现金支出； Δ 为公司营运资本净增加额。

上述公式中的 $EBIT(1-t)$ 即为 NOPAT，而 $\Delta CA - \Delta NCA$ 则为公司的净投资额。这样公司自由现金流量的公式可以表述如下：

$$FCF = NOPAT - I$$

式中， I 为净投资额。

或：

$$FCF = NOPAT(1 - I)$$

式中， I 为投资率，即每年再投资占税后净营业利润的比例。

由于投资率（ I ）、公司税后净营业利润的预期增长率（ g ）、新投入资本收益的预期收益率（ r ）之间存在如下关系：

早

则自由现金流量公式可以转化为：

$$CF_t = \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{折旧} - \text{税金} + \text{摊销}$$

表 10-1 为 2007 年实际自由现金流量以及 2008—2013 年预测自由现金流量。表中的流动资金净增加额是公司在一定期间投入于营业流动资金的金额，其可根据公司资产负债表计算获得，等于本期净流动资金总额减去上期净流动资金总额。资本开支包括新的和重置的土地、厂房和设备的费用，其可根据资产负债表和利润表进行计算，等于土地、厂房与设备净额的增加值加上本期折旧费。

表 10-1 2007—2013 年预期自由现金流量计算 单位：万元

项目	年度	预测值						
	实际值	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入	10000	10000	10500	11000	11500	12000	12500	13000
减：营业成本	6000	6000	6200	6400	6600	6800	7000	7200
折旧	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
减：现金税	200	200	200	200	200	200	200	200
摊销	500	500	500	500	500	500	500	500
加：折旧	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
减：流动资金净增加	500	500	500	500	500	500	500	500
资本支出	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000
自由现金流量	3000	3000	3300	3600	3900	4200	4500	4800

在公司自由现金流量折现模型中，自由现金流量反映的是公司经营所产生并且可以向包括股东和债权人在内的公司所有资本供应者提供的现金流量。为了与现金流量的定义相一致，用于自由现金流量的折现率应反映所有资本供应者的机会成本，机会成本应按他们各自对公司总资本的相对贡献加权，得出加权平均资本成本（WACC）。某类投资者的机会成本等于投资者从同等风险的其他投资中可望得到的收益率。公司自由现金流量折现模型的一般公式如下：

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t}$$

式中：V 为公司价值； CF_t 为第 t 期期末所能得到的企业自由现金流量；WACC 为公司加权平均资本成本。

根据对 CF_t 增长轨迹假设的不同，公司自由现金流量折现模型有如下的两种不同形式：

(员) 固定增长比率模型

假设云悦云按照固定的比率保持增长并且宰粤悦保持不变，则公司价值为：

$$\text{灾越} \frac{\text{云悦云}}{\text{宰粤悦原早}}$$

式中：云悦云为第员期期末公司自由现金流量；宰粤悦为公司加权平均资本成本；早为公司自由现金流量的固定增长率。

【例猿-员】若某公司圆园园年的自由现金流量为源园万元，从圆园园年开始，公司进入稳定增长期，预计年增长率为苑豫，公司的加权平均资本成本为员豫，则公司价值为：

$$\text{灾越} \frac{\text{云悦云}}{\text{宰粤悦原早}} = \frac{\text{源园伊(员垣苑豫)}}{\text{员豫原苑豫}} \approx \text{苑员猿肆(万元)}$$

(圆) 两阶段增长模型

根据对云悦云增长阶段的划分，可以有不同的阶段模型，但最常见的是两阶段模型。在两阶段模型中，公司未来现金流量被划分为两个阶段：一个阶段为调整阶段，此时公司的增长比率很不稳定，可能是超额增长，也可能是平稳增长，或者增长比率处于严重的波动状态；另一个阶段为稳定阶段，公司的经营发展情况比较稳定，比如说有稳定增长比率。这时，公司价值为两个阶段价值的和。

公司价值 越明确预测期内现金流量现值 垣明确预测期后现金流量现值

$$\text{灾越} \sum_{\text{越}}^{\text{灶}} \frac{\text{云悦云}_{\text{越}}}{\text{宰粤悦}^{\text{越}}} \text{垣} \frac{\text{云悦云}_{\text{灶}}}{\text{宰粤悦原早}} \text{伊} \frac{\text{员}}{\text{宰粤悦}^{\text{灶}}}$$

该公式中的 $\frac{\text{云悦云}_{\text{灶}}}{\text{宰粤悦原早}}$ 即明确预测期后现金流量现值，也可以称为企业的连续价值（悦燥燥燥燥燥燥燥燥燥燥悦灾）。由于

$$\text{云悦云}_{\text{灶}} \text{越} \text{宰粤悦}^{\text{灶}} \text{伊} (\text{员原} \frac{\text{早}}{\text{砸粤悦}})$$

则悦灾又可以表示为：

$$\text{悦灾} \text{越} \frac{\text{宰粤悦}^{\text{灶}} (\text{员原} \frac{\text{早}}{\text{砸粤悦}})}{\text{宰粤悦原早}}$$

式中：宰粤悦为明确预测期后第一年税后净营业利润；早为扣除调整税的净营业利润的预期永续增长率；砸粤悦为新投资净额的预期收益率；宰粤悦为加权平均资本成本。

【例猿-圆】如表猿-圆所示，酝粤粤公司圆园园-圆园圆年预测自由现金流量分别为源园万元、苑园万元、怨园万元、怨园万元与怨园万元。

其中，圆园圆年为明确预测期后的第一年，从圆园圆年开始，公司进入稳定增长期，宰粤悦增长率保持为源豫，加权平均资本成本稳定在愿豫，新投入资本收益率预测为员豫，则公司的连续价值为：

$$\text{悦灾} \text{越} \frac{\text{宰粤悦}^{\text{灶}} (\text{员原} \frac{\text{早}}{\text{砸粤悦}})}{\text{宰粤悦原早}} \text{越} \frac{\text{员猿园伊(员原} \frac{\text{源豫}}{\text{愿豫}})}{\text{愿豫原源豫}} \approx \text{猿怨园(万元)}$$

公司价值的计算见表猿-猿

表猿-猿 配齐理公司的折现自由现金流量法下的公司价值 金额单位：万元

年份	自由现金流量	折现系数	自由现金流量的现值
圆园愿	摇摇远	圆怨苑	摇摇远
圆园怨	苑源	圆愿愿	远圆
圆园园	怨园	圆愿蒙	苑员
圆园员	怨远	圆防圆	苑蒙
连续价值	猿怨圆	圆防圆	猿员远
公司价值			猿愿苑

折现现金流量模型重点关注公司未来获利能力，能够适用于那些具有较高财务杠杆比率或者财务杠杆比率发生变化的公司。然而，折现现金流量模型在实际应用时必须满足一个假设前提：公司经营持续稳定，未来现金流量序列可预期且为正值。另外，使用宰粤兑法确定贴现率必须具备经营风险相同、资本结构不变及股利分配制度稳定的严格假设。这些假设的存在使得该模型在价值评估实践中往往会因一些特殊情况而受到限制：①无法对当前经营困难的公司进行评估，因为这些公司的当前现金流量或收益往往为负，而且可能在将来的很长一段时期内仍为负；②没有考虑公司在不确定性环境下的各种投资机会，而这些投资机会将在很大程度上决定和影响公司的价值；③无法对拥有某种无形资产的公司进行评估，因为这种无形资产目前尚未利用，造成了现金流量难以估计。

针对折现现金流量模型未考虑公司未来发展机会的不足，国外学者提出了期权定价模型。该模型是对标准折现现金流量模型的调整。这种调整使管理者能随着信息量的增加对决策进行相应的调整。

期权价值评估的方法通常分为四个步骤。第一步是利用传统的折现现金流量模型计算无灵活性的项目基本现值。第二步是把折现现金流量模型扩展为事件树，使用明确的价值、客观概率和加权平均资本成本表示项目价值的变化。由于模型仍然不包括灵活性，依据事件树，项目的现值应等于第一步计算出的折现现金流量的价值。第三步是识别可以取得的各种灵活性来源，但对这些来源要建立明确的决策树。每个节点都可能有多种灵活性来源，对这些来源要建立明确的优先顺序规则。第四步是认识灵活性的行使对项目风险的影响。这就是说，经风险调整的折现率不再是第一步所用的加权平均资本成本，而应采用期权定价的复制证券组合，对具有灵活性的项目进行评估。

经济利润模型

经济利润模型（耘粤悦）的基本思想是企业任何期间创造的价值（经济利润）不但必须要考虑到会计账目中记录的费用开支，而且要考虑业务所占用资本的机会成本。该模型的优势在于能突出地显示公司是否在赚回其资本成本，它与折现现金流量模型推导出的最终价值完全相同。

经济利润模型与折现现金流量模型相比，好处在于它可以衡量公司任何一年的绩效。在折现现金流量模型中，不能通过实际自由现金流量和预计自由现金流量的比较来了解公司的发展情况，因为任何一年的自由现金流量都取决于固定资产和流动资金投资，而这些投资的随意性极强。管理者只要拖延投资，牺牲长期价值创造，便能很轻易地改善某年的现金流量状况。

经济利润衡量的是公司在某一期间所创造的价值，是指从超过投资者要求的报酬率中得来的价值，也称经济增加值。

经济利润 = 投入资本 × (投入资本报酬率 - 加权平均资本成本)
 摇摇摇摇 = 投入资本 × 投入资本报酬率 - 投入资本 × 加权平均资本成本
 摇摇摇摇 = 息税前利润 - 原资本费用

表 4-1 为 配齐公司 2006 年的实际经济利润以及 2007—2010 年预测经济利润。表中的土地、厂房与设备净额以及营业流动资金可根据资产负债表计算获得，投入资本（年初）为上年末土地、厂房与设备净额与营业流动资金之和。年资金费用等于投入资本（年初）与加权平均资本成本乘积数。摇摇的计算可参照表 4-1。

表 4-1 配齐公司预期经济利润的计算 金额单位：万元

项目 \ 年度	实际值		预测值			
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
土地、厂房与设备净额	10000	12000	12000	12000	12000	12000
营业流动资金	10000	10000	10000	10000	10000	10000
投入资本（年初）	20000	22000	22000	22000	22000	22000
加权平均资本成本	10%	10%	10%	10%	10%	10%
年资金费用	2000	2200	2200	2200	2200	2200
摇摇	8000	9800	9800	9800	9800	9800
减：年资本费用	2000	2200	2200	2200	2200	2200
经济利润	6000	7600	7600	7600	7600	7600

经济利润法认为，公司的价值等于投入资本额加上预计经济利润现值，即：

$$\text{公司价值} = \frac{\text{预测开始时的投入资本}}{1 + \text{伊}} + \sum_{t=1}^n \frac{\text{第 } t \text{ 期的预测经济利润值}}{(1 + \text{伊})^t} + \frac{\text{明确预测期后的经济利润现值}}{1 + \text{伊}}$$

式中：伊为预测开始时的投入资本；第 t 期为第 t 期的预测经济利润值。

公式中的 $\frac{\text{第 } t \text{ 期的经济利润值}}{1 + \text{伊}}$ 即为连续价值（悦）。用经济利润法估算的连续价值并不表示公司在明确预测期之后的价值。相反，它表示的是明确预测期结束时公司投资资本增加的价值。

经济利润连续价值虽然与折现现金流量法的连续价值不同，但在预测的财务绩效相同的情况下，公司价值是相同的。经济利润连续价值的推荐公式为：

$$\frac{\frac{E_{t+1}}{WACC} + \frac{E_{t+2}}{WACC^2} + \dots + \frac{E_{t+n}}{WACC^n} + \frac{E_{t+n+1}}{WACC^n} \frac{1}{WACC}}{WACC}$$

式中： E_{t+1} 为第 $t+1$ 期（即明确预测期后第一年）的预测经济利润值； E_{t+2} 为明确预测期后第二年的税后净营业利润； g 为税后净营业利润的永续增长率； r 为新投资净额的预期收益率； $WACC$ 为加权平均资本成本。

【例 10-1】如表 10-1 所示，配药公司 2010—2014 年预测经济利润分别为 100 万元、120 万元、140 万元、160 万元与 180 万元。

2015 年为明确预测期后的第一年，从 2015 年开始，公司进入稳定增长期， E_{t+2} 增长率保持为 5%，加权平均资本成本稳定在 10%，新投入资本收益率预测为 15%，则公司的连续价值为：

$$\frac{\frac{100}{10\%} + \frac{120}{10\%^2} + \frac{140}{10\%^3} + \frac{160}{10\%^4} + \frac{180}{10\%^5} + \frac{180 \times (1+5\%)}{10\% \times (10\% - 5\%)}}{10\%} \approx 1800 \text{ (万元)}$$

与例 10-1 相比，配药公司的经济利润连续价值低于折现现金流量的连续价值，这是由于没有考虑到预测期后的第一年（即 2015 年）的投资资本。经济利润连续价值加上 2015 年初的投资资本，得出总的连续价值与折现现金流量法计算的连续价值正好相同：

投资资本 1800 万元 + 经济利润计算的连续价值 1800 万元 = 3600 万元

公司价值的计算见表 10-2

表 10-2 配药公司的经济利润法下的公司价值 单位：万元

年份	经济利润	折现系数	经济利润的现值
2010	100	0.9091	90.91
2011	120	0.8264	99.17
2012	140	0.7513	105.18
2013	160	0.6830	109.28
连续价值	1800	0.6830	1229.40
预测开始时的投入资本			1800
公司价值			3600

将表 10-1 与表 10-2 的各项比较，在考虑了小数计算偏差的情况下，折现现金流量法和经济利润法对配药公司的营业价值的估算值是相同的。

相对价值模型

相对价值模型（ $Value = \frac{E}{r}$ ）就是依据可比资产的价值确定估价标的资产价值，通过一些共同的变量，比如收入、现金流量、账面价值或者税收

来比较两个公司。例如，用行业平均市盈率来评估公司，其前提是该行业中的其他公司和该公司是可比较的，而且这些公司在一般情况下存在着合理的市场价格。另外一个得到广泛使用的比率是价格/账面价值比率，公司的出售价格低于账面价值时，通常认为其价值被低估了。其次，价格/销售收入比率也是用于评估公司股权价值的一个比率，就是用所有类似公司的平均价格/销售收入比率来评估公司的价值。除了这三个得到广泛使用的比率之外，在评估分析中还会使用其他的一些比率，如价格/现金流量比率、价格/股息比率和市场价值/重置价值比率等等。

在采用相对价值模型评估一个公司股权价值时，最关键的就是要选择一个适当的可比公司以及合适的参照比率。对于可比公司的选择，首先要选择同行业的企业，并且产品类型以及企业的市场地位要大致相同，其次，企业的资产结构以及财务指标要大致相同（财务指标主要包括企业偿债能力、营运能力以及获利能力指标）。对于参照比率的选择，有以下两种主要的方法：第一，依据公司基本面进行选择。这个方法是将评估的公司的比率与公司的基本面相联系，即收入和现金流量的增长率，分红比率和风险。它最大的好处是能揭示这些比率和公司特征之间的关系，使评估师能够随着公司特征的变化预测比率的变化。第二，依据可比公司的情况进行选择。估计标的公司比率的第二个方法就是了解可比公司相应的比率。这个方法的关键是如何定义可比公司。从理论上讲，在选择影响变量时，可以采用简单（使用行业平均值）的变量，也可以采用复杂（通过多元回归模型定义和控制相关变量）的变量。

相对价值模型的优点在于它们使用起来比较简单、容易。它们能够迅速地评估公司和资产的价值，尤其在金融市场上有大量的有交易的可比公司的情况下，而且总体上市场能够正确评价这些公司。但是同样，相对价值模型很容易被滥用和被操纵，尤其在可比公司以及参照比例的选择较困难时。因为对于风险和增长率，没有两家公司是完全相同的。

（一）市盈率法

市盈率法是相对价值模型中最为常用的方法之一，其假设如下：①公司的连续价值等于未来净利润的一定倍数；②具有类似的增长潜力、股利支付率和股权资本成本的公司会具有类似的市盈率，所以目标公司的股权价值可以用每股盈余乘以可比公司的平均市盈率计算获得。

市盈率法的基本模型如下：

目标公司每股价值 = 可比公司平均市盈率 × 目标公司的每股净利润

其中：

$$\text{市盈率} = \frac{\text{股票当前市价}}{\text{每股净利润}} = \frac{\text{股利支付率} \times \text{每股净利润}}{\text{每股净利润}} = \frac{\text{股利支付率} \times \text{每股净利润}}{\text{每股净利润} \times \text{原增长率}} \times \text{原增长率}$$

市盈率法适用于连续盈利并且公司个别风险与市场系统风险差异不大的公司，因此，其不适用于出现亏损以及个别风险较大的公司股权价值评估。

【例 11-1】粤公司拟进行整体资产评估，评估人员采用市盈率法评估公司股权

价值。评估基准日为 2007 年 10 月 31 日。评估人员在同行业公司中选择了 远家可比上市公司，分别计算了可比公司 2007 年的平均市盈率（见表 猿-远）。粤公司 2007 年的净收益为 1000 万元。

表 猿-远 远家可比公司市盈率

可比公司	粤	缘	猿	源	缘	远	平均
市盈率	10.00	15.00	12.00	18.00	14.00	16.00	14.00

远家可比公司 2007 年的平均市盈率为 14.00。值得注意的是，可比公司 粤的市盈率明显高于其他可比公司，因此应从可比公司中剔除。剔除后的 缘家可比公司的平均市盈率为 13.00。

粤公司的股权价值 越 1000 伊 13.00 越 13000 (万元)

(圆) 市净率法

市净率法假设股权价值是净资产的函数，类似公司有相同或相似的市净率，市净率越大，股权价值越大。因此，目标公司的股权价值可以用每股净资产乘以平均市净率计算获得。

目标公司股权价值 越 可比公司平均市净率 伊 目标公司每股净资产

市净率法适用于拥有大量资产、净资产为正的公司。市净率法不受“公司净利润为正”的限制，从而弥补了市盈率法的缺陷。

(猿) 市价 轍入比率法

市价 轍入比率法假设影响公司价值的关键变量是销售收入，公司价值是销售收入的函数。在其他条件不变的情况下，销售收入越大，公司价值越大。

目标公司股权价值 越 可比公司平均收入乘数 伊 目标公司销售收入

其中，

$$\text{收入乘数} = \frac{\text{股权市价}}{\text{销售收入}} = \frac{\text{每股市价}}{\text{每股销售收入}}$$

由于公司的个体差异始终存在，如果仅仅采用单一指标进行评估，在某些情况下可能会影响评估结果的准确性。因此，在相对价值模型法评估中，除了选取多个可比公司样本外，还可以采用多种可比指标进行综合评估。

【例 猿-缘】月公司拟进行整体资产评估，评估基准日为 2007 年 10 月 31 日。评估人员综合采用市盈率、市净率以及市价 轍入比率进行综合评估公司价值。评估人员选择了 源家可比公司，分别计算了其 2007 年的市盈率、市净率以及市价 轍入比率（见表 猿-苑）。

表 猿-苑 源家可比公司市盈率、市净率以及市价 轍入比率

	粤	缘	猿	源	平均
市盈率	10.00	15.00	12.00	18.00	14.00
市净率	1.00	1.20	1.10	1.30	1.15
市价 轍入比率	1.00	1.20	1.10	1.30	1.15

假设甲公司 2007 年的净收益为 1000 万元，年末账面净资产为 5000 万元，年销售额为 2000 万元，则利用可比公司平均比率可以计算出甲公司的公司股权价值（见表 4-1）。

表 4-1

甲公司的综合价值评估

金额单位：万元

项目	甲公司数据	可比公司平均比率	甲公司价值
净收益	1000	0.2	5000
净资产	5000	0.2	25000
年销售额	2000	0.5	4000

将得到的 3 个月公司的公司股权价值评估参考值进行算术平均或加权平均，即可得到甲公司的公司股权价值。若本例采用算术平均，则甲公司股权价值为 16000 万元。

4.2 基于价值评估的价值创造

随着对公司价值以及价值评估认识的不断深化，公司价值评估已不仅仅是对公司价值创造预期结果进行度量，更是分析公司在价值创造过程中的有关信息、管理公司价值创造活动的重要手段和途径。进行公司价值评估需要分析公司的价值活动以及影响公司价值的诸多驱动因素，通过价值评估可以进一步明确公司的哪些活动创造价值，其创造的价值有多大，哪些活动不创造价值或损害企业的价值，其损害的价值有多大。如此分析，不仅可以促进对公司价值的管理，而且使得价值评估的结果更为客观、准确。因此，价值创造与价值评估是一种动因与结果的关系。对于价值创造活动的管理（即价值管理）与价值评估息息相关：价值评估服务于价值管理，缺少了公司价值评估，进行价值管理就缺少了赖以决策的信息基础。本节从公司价值创造中的战略规划、财务控制、绩效管理，以及投资者沟通四方面介绍公司价值评估与公司价值创造的紧密联系。

4.2.1 基于价值评估的战略规划

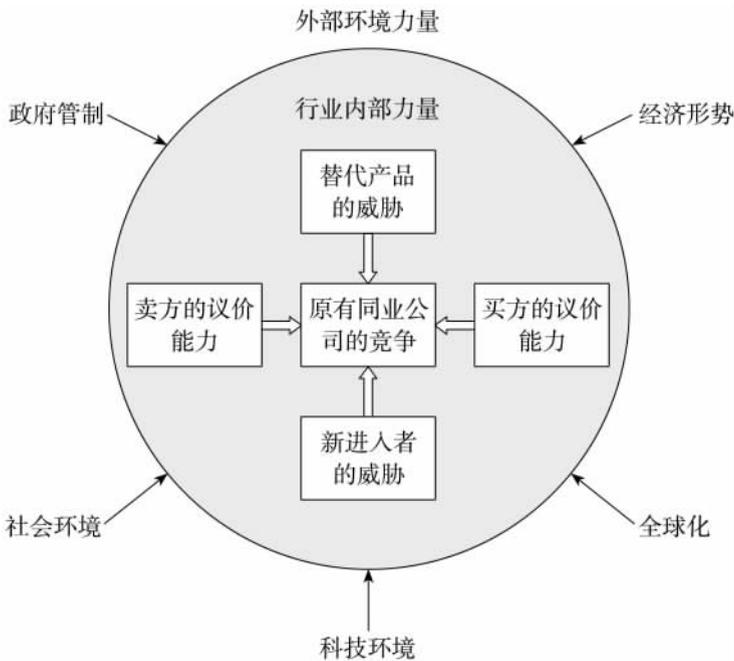
战略规划应以公司价值创造为核心。首先需要从战略分析开始，也就是要以价值评估的视角来分析公司现有战略是否能够带来公司价值的创造。如果不能，则需要以价值评估为重要的工具来构建一个新的替代战略。如果公司现有战略能够实现公司价值创造，那么就需要通过价值重组分析和价值链优化来为公司持续进行价值创造提供保障。公司价值评估活动一直嵌合于价值重组分析和价值链优化之中。通过价值重组分析可以寻找到公司内部的重组机遇，发现价值创造的可能途径。价值链优化是在重组分析的基础上，识别出增值流程与非增值流程，并提出优化的策略。

4.2.1.1 战略分析

公司现有战略是否成功、有效，关键在于该战略能够给公司带来价值的创造。

评价公司现有战略能否实现公司价值创造，可以借助迈克尔·波特所提出的“行业吸引力—竞争地位分析模型”（**图猿-猿**模型）进行分析。

在行业吸引力分析模型中（如图**猿-猿**所示），影响行业吸引力的因素包括外部环境力量和行业内部力量。外部环境力量包括政府管制、社会环境、科技环境、全球化，以及经济形势，而行业溢价（投资收益与资本成本间的差额）则是由五种行业内部竞争力量所决定的：两个来自于纵向的竞争（买方的议价能力和卖方的议价能力），另外三个则是来自于横向的竞争力量（替代产品的威胁、新进入者的威胁和原有同业公司的竞争）。上述的内外部影响因素相互作用，共同决定了公司在某一时点、某一行业的吸引力。行业吸引力代表了该行业的价值创造潜力。行业价值创造潜力对公司价值创造有巨大影响，处于上升行业的公司，创造更大价值的概率就大，即使其在该行业中经营一般，也会由于该行业的上升而获益。相反，如果处在一个下降的行业，公司创造较大价值的概率就小，要创造与上升行业中相同的价值，必须付出更多的努力。



图**猿-猿**波特的行业吸引力分析模型

另外，要想提高公司价值创造的潜力，还得关注公司在所处行业中的竞争地位。只有占领一个恰当的竞争地位，才能轻松面对来自于客户、供应商、替代产品以及同业公司的负面影响。在公司业务层面上，波特发现了两种获得和保持这种竞争地位的一般性策略，它可以使业务面临的市场竞争强度较小。这两种一般策略是：①在某些关键特征上使产品差异化；②取得相对于其他竞争者的成本优势。将这两个竞争手段和业务单位的战略目标结合起来，就形成了著名的一般竞争战略（如图**猿-源**所示）。

		竞争优势的来源	
		具有顾客认同 的独特价值	成本最低
战略范围	广泛 (全行业)	全面差异化	总体成本领先
	狭小 (仅为部分)	部分差异化	部分成本领先

图 猿-源 波特的一般竞争战略模型

基于价值评估的战略分析，就是要识别、评估和采纳那些能够使投入资本收益率超过资本成本的战略，并且在尽可能长的时间里创造并保持竞争中的优势地位。战略分析首先是确定公司现有战略的价值和所有竞争优势的来源（如产品差异化、低成本、定价策略、市场状况等），之后需要确定是否应该采用替代战略（或战略组合），而采用替代战略的前提是替代战略能否够带来更高的公司价值。在战略分析的这个过程中，需要掌握公司运营的状况、战略特点，尤其是公司价值变化等有关信息，而价值评估正好能提供战略分析需要的诸多信息。通过价值评估与战略分析，可以增加对公司内部和外部信息的了解，并且把这些信息转化成包括经济、市场以及财务策划等在内的规划，确保公司的资源能够恰当地运用于有竞争优势的领域里。公司战略与公司价值创造紧密相连（如图 猿-缘所示）。良好的战略设计决定了企业基本的价值创造模式，决定了企业宝贵的资源分配，从而决定了企业长期获取现金流量的能力和保持长久竞争优势的可能性。公司决定从事的经营活动在一定程度上也影响融资决策，进而影响资本成本。公司战略与公司价值的现金流量、资本成本和竞争优势期间等价值驱动因素息息相关，而且该影响是长期的。

		提升价值创造的潜力		
		弱	一般	强
市场吸引力	高	C	B	A
	中	D	C	B
	低	E	D	C
		竞争地位		

■ 价值创造潜力极大（很高的可持续利润和增长）。战略：提高利润和扩大市场份额。

■ 价值创造潜力较高（保持正溢价）。战略：选择性增长。

■ 价值创造潜力较低（取决于可持续现金流的状况）。战略：重视现金流并关注溢价。

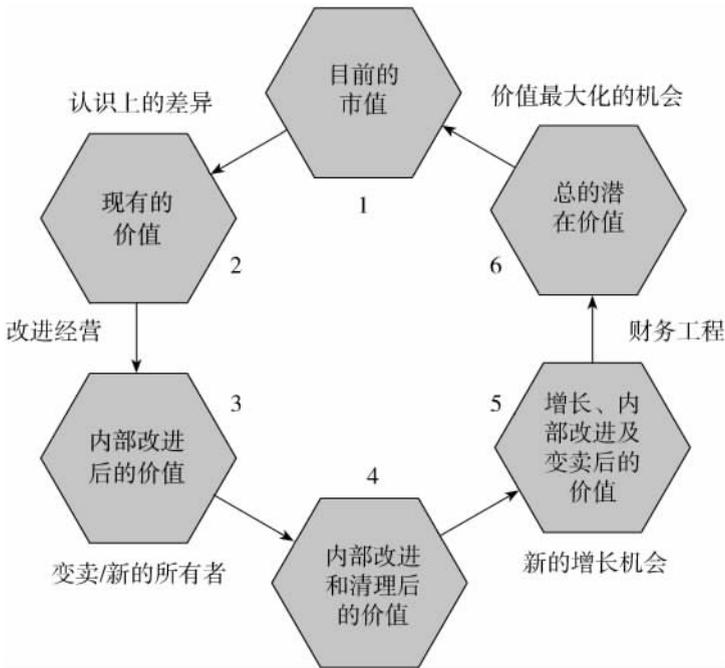
■ 伴随毁损价值的危险（很低或负的溢价）。战略：改变战略或竞争地位。

■ 毁损价值（溢价为负）。战略：除非竞争地位可以改善，否则应将其剥离。

图 猿-缘 公司战略与公司价值创造

阶段价值重组分析

在进行战略分析以后，公司管理者需要从公司价值重组的角度来分析公司价值创造的能力。公司可以从六个方面进行价值重组分析（如图猿-远所示）。首先要了解公司目前的市场价值，然后评估公司的现有价值以及在内部改进、业务出售、价值增长、财务改进能够带来增值等情况下公司的潜在价值。所有这些价值与公司的市场价值相比，就能估计出在经过彻底重组后投资者可能得到的收益，就能对公司的业务状况以及价值创造的可能途径有清晰的认识。



图猿-远猿价值重组分析六边形

公司首先要对各个业务单元进行评估，这种评估是以预期的未来现金流量为基础的，然后对每个业务单元的资本成本进行估算，区分出核心业务单元与非核心业务单元。核心业务单元即创造价值和现金流量最多的单元。需要确定该业务的关键绩效指标，促进业务的增长，并在业务下滑时为创造价值而进行管理。经过内部改进，潜在的内部价值会有所提高，接下来要做一些外部改进，比如出售一些不景气的，非核心的业务。不景气的业务单元有可能正在毁损核心业务单元创造的现金流量，将其出售，公司价值会立即得到提升。接下来，公司就可以寻找新的增长机会，这些新涌现的机会必须能为公司的未来发展提供动力，同时也有利于现有业务的扩展。这些业务即使没有产生正的现金流量，但也可能已经有了一定的客户资源和营业收入。最后，公司要寻求财务改进，即优化公司的财务结构。若公司能产生大量而稳定的自由现金流量，不妨尝试增加负债比例，以充分利用举债筹资的税收优势，为实现价值最大化目标而努力。

利用价值重组分析图可以寻找到公司内部的重组机遇。这种以价值为核心的做法要求管理者更好地了解公司的能力、资产以及这些能力和资产在哪些业务中最为宝贵，要确保在围绕这些能力制定行动计划前，充分认识这些能力在提高利润率、增长率等方面能起到的作用，即为创造价值提供多大的可能性。

各业务单元的管理者也需要把关注的焦点集中在他们所经营的业务的关键绩效指标上——是数量的增长？利润的提高？还是资本的利用？每个人都习惯于注重利润的提高，但在未来，真正重要的是价值及投入资本收益率的增长。这就意味着有时要放弃过去大家都习以为常的经济增长，要开展具有长远意义的研发或广告宣传活动。这可能会导致目前的收益降低，但会使公司长期地创造价值。

3. 价值链优化

要对公司价值实施有效的管理，必须对公司价值创造的过程有深刻的理解，针对价值创造的每个活动实施全面的过程管理。价值链管理把对公司价值创造的研究深入到公司自身以及其所在的生存环境中，深入到公司价值创造的具体过程中。

价值链分析法是美国哈佛大学教授迈克尔·波特提出来的，是一种确定公司竞争优势及寻找竞争方法以增强公司实力的基本工具。价值链始于客户，终于客户。对客户实际需求的绝对重视，是价值链发展的原则和目标。公司的业务单元一定处于某条完整的价值链的一个或多个环节，运用价值链分析方法可以对其进行进一步精炼，以实现价值最大化。

由于经营环境处于不断的变化之中，公司要将价值链的检验作为经常性的工作，以纠正价值链中的不适合环节，发现价值链重组的机会。经营环境的变化、产业结构的调整、新技术出现的扰动等，都会使市场上新出现许许多多相对独立的，且具有一定比较优势的增值环节。于是就出现了价值链重组的机会，即可以设计一个新的价值链，通过市场选择最优的环节，把它们连接起来，创造出新的价值。

那么，如何优化公司的价值链呢？首先要清楚以下问题：哪些价值流程能增加价值，哪些流程会造成价值损失。哪些流程能取得更大价值的财务或其他数量化的杠杆。哪些流程能为持续价值创造提供最佳机会，然后寻求优化方案。价值链优化的策略大体可以分为三大类。一是简化，主要是指使现存的流程自动化及缩减公司的日常管理费开支。通常简化适用于渐进式改进。二是业务流程重组，主要有三种策略：①将几个价值流程过程合并，减少流程环节，提高流程效率；②将某一段流程打破顺序、重新构造、整合新的流程模式，以团队方式开展工作；③将连续或平行式流程改为同步工程。三是战略性重构。这是一种广义的、全面的价值链优化，意味着公司经营方式的根本改进。

在制定价值链的优化方案时，公司要根据价值链与公司战略及价值创造活动的相关性来选择不同的价值链优化策略。与公司价值创造高度相关的关键价值链，其优化策略是进行持续的、渐进的改进；远未达到预想状态的关键流程，其流程优化策略是采取根本性的、迅速的改革；与公司战略高度相关的非关键因素，其流程优化策略是尽量减少投资或外包；与公司战略不一致的非关键流程，其流程优化策略

是转移到能够带来更高附加值的其他公司。

公司为保持领先水平而进行价值链的升级、更新和改进的成本是巨大的，因而在价值链优化和价值创造的决策中，存在着这样一个规律：价值链改进的范围越大、程度越深，公司获得的潜在价值收益就越大，同时成本和风险也就越大。

基于价值评估的财务控制

基于价值评估的财务控制是指以价值创造为核心，通过编制与公司价值评估相对应的预算体系，对组织内部的财务管理活动及其效果进行衡量和校正。因此，基于价值评估的公司财务控制的第一步是要建立起相应的财务预算体系，第二步则是以此预算体系为标准，对公司财务活动进行有效的控制。

预算管理

加强财务预算管理是为了突出价值创造对公司运营的牵引作用。科学地编制财务预算，并据此进行有效的财务控制，是实现理财目标的重要途径和措施。从某种意义上讲，没有科学的、高水平的财务规划，便没有理性的、高水平的理财活动。正确的理财目标首先应当体现在财务预算中，并据此规划科学的理财行为。财务计划与预算实际上是对理财目标实现路径的一种设计和规划。公司价值的评估（现金流量的预测、资本成本的估计、公司价值的控制措施等）只有通过财务预算的方式才能够成为公司进行价值创造的基本依据和重要技术。

基于价值评估的预算管理就是通过价值驱动因素来进行资源配置管理。著名学者阎书平认为，预算管理是为数不多的几个能把组织所有关键问题融合于一个体系之中的管理控制方法之一，基于价值的预算管理是与现代公司制度下的法人治理结构相匹配的管理制度，是确保公司战略实施的实施方案与保障体系，是涉及公司方方面面的目标责任体系，也是整合公司实物流、资金流、信息流和人力资源流的必要经营机制。财务管理制度应以基于价值的预算管理思想和框架为依托，实现财务管理的全过程、全方位、全员特性。

要使预算在公司价值创造中发挥更大作用，迫切要求改进传统预算模式与方法，包括保证预算制定的过程能够适应不断变化的经营环境，采用高水平的财务模型来拓展年度预算的框架，建立以价值增值为目标的预算程序，确认和监督公司的价值创造活动的全过程，建立预算与战略计划的联系等。具体而言包括以下方面：①将传统的预算方式转化为一种以作业单元和价值链为基础的分析工具，用以衡量公司所开展的各项工作；②通过良好的预算技术，使公司既定的衡量尺度从现行的财务报告具体科目转变为公司的预算目标指标，并与战略充分对接；③建立精巧的预算数据模型，描绘经营管理行为的偏差与年度经营目标之间的关系；④分解和评价产品在每一个环节和工作中所形成的“经济增加值”。

财务活动控制

对于财务活动的控制应以公司价值创造为目的。任何一项公司财务活动都要从其对价值产生的影响出发来进行相应的控制。公司管理者需要以公司价值评估中的关键评估要素（现金流量、加权平均资本成本以及公司价值持续期）为重点，控

制和衡量财务活动。

公司的财务活动包括投资、筹资，以及资金营运活动，公司正是通过这三类活动来影响公司的价值驱动因素创造价值，从而实现公司价值最大化的。良好的投资活动、筹资活动、资金营运活动会增加公司的自由现金流量，降低加权平均资本成本，并延长公司竞争优势期间，从而提升公司价值。

投资活动是公司价值创造的源头，投资决策的成功与否将从根本上决定公司发展的命运。投资活动包括长期投资决策和短期投资决策，即资本预算决策和营运资本决策。资本预算决策至关重要，它将决定公司的持续发展能力，也指导着公司运营的方向，公司在做出决策时必须慎重，综合考虑多种因素，运用正确的评价方法，从而得出正确的决策。营运资本决策主要是选择现金、有价证券、应收款和存货的水平以及各种短期筹资的水平及结构，即安排好流动资产和流动负债，使得资金最有效率地使用，从而提升公司价值。

资金营运活动是公司创造价值的动力，也是公司正常运作的关键，根据公司业务单元的特点，要规划出与公司价值驱动因素相对应的关键绩效指标，从而指导、衡量和评价业务单元的价值创造。资金营运活动应体现价值链的优化。价值链是由一系列诸如设计、生产、营销、服务等基本活动及各种辅助活动联合构成的价值流程系统，也可以视为实现价值传递与增值的链条，优化价值链可以提高所有相关流程的净增加值，从而增强公司的价值创造能力。

融资活动会影响公司的资本成本，因此，必须要制定合理的融资决策，即明确融资规模、融资方式、融资成本、融资时机等，努力降低个别资本成本，优化公司资本结构，从而增加公司价值。负债融资与权益融资的资本成本是不同的，公司要根据实际情况，选择最佳的筹资方式，从而增加公司价值。只要公司在客观上存在一个最佳的资本结构，就需要对股权融资与债务融资比例进行调整，达到资本成本与风险的最佳配置，从而最大限度地提高公司的价值。

7.4 基于价值评估的绩效管理

公司一旦明确了应该通过战略规划以及财务控制来创造价值，紧接着面临的挑战就是如何对公司以及个人进行管理，如何利用价值评估的方法来分析公司与个人实现价值创造的成果，并与相应的目标相比较。这些挑战都需要进行有效的绩效管理。绩效管理是公司价值创造的一个关键环节，因为通过这个过程可以把价值标准、价值驱动因素和目标转换成日常决策和每天的行动。成功的绩效管理至少包括以下两个层面：第一，要有与价值创造相联系的绩效评价体系；第二，要有相应的激励制度。

7.4.1 绩效评价体系

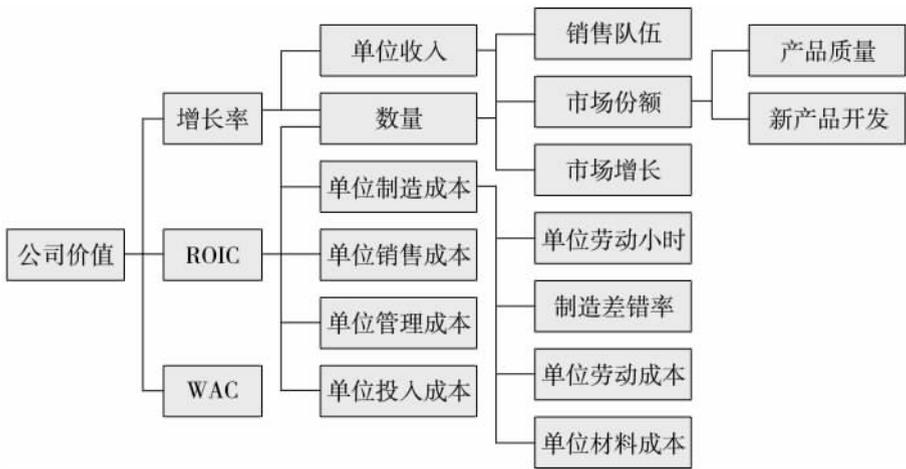
绩效评价体系是管理部门进行管理的重要工具，对其进行恰当的选择和正确的实施有助于价值创造活动的开展。绩效评价指标体系应该与企业价值相关，集中体现企业价值。衡量某项指标设计得成功与否，主要看其是否如实地反映了企业价值。例如，以投资收益率作为绩效评价指标，可以在一定程度上体现企业价值。但

如果单纯追求投资收益率，可能放弃收益率较低但仍然高于平均资本成本的投资项目，而这些项目仍然可以作为创造价值的源泉。所以，应该从价值创造的角度设计能够致力于长期的、创造财富的绩效评价体系。

首先，可以建立基于价值驱动因素的财务绩效评价体系。公司可以通过两个步骤建立这样的评价指标体系。第一步，理解公司业务的经济联系，并确定潜在的价值驱动因素与相对应的财务指标。这个阶段的核心工作是建立业务单元的价值树。价值树是一种系统方法，通过这个方法将公司价值与价值驱动因素联系在一起，将价值驱动因素与财务绩效指标和经营指标联系在一起。表猿-怨显示了一家制造公司的简化版的价值树。第二步，确定最高优先级的价值驱动因素与相应的财务指标。价值树上的每一个枝都是一个潜在的价值驱动因素。在对公司价值完全分解后，会得到大量的价值驱动因素和相应的财务指标。然而，管理层并没有精力实际关注全部的财务指标。因此，需要筛选出对公司价值影响最大的一些驱动因素。这个过程可以通过建立折现现金流量模型，测试业务单元价值对于每个价值驱动因素变化的敏感度，结合实际用以改善公司经营的可操作性，确定公司财务绩效的主要评价指标。

表猿-怨

简单的价值驱动因素树



其次，还可以借助平衡记分卡来确定非财务绩效评价体系。除了财务以外，平衡记分卡还有顾客、企业内部业务流程以及企业学习与成长三个维度。顾客维度侧重公司对客户的管理。各企业与其财务目标相联系，想要获取长远的、出色的财务绩效，就必须创造出受顾客青睐的产品或服务。顾客维度可以用“市场份额”、“顾客留住率”、“顾客获得率”、“顾客满足程度”、“顾客给企业带来的利润率”等指标来评价。企业内部业务流程维度包括创新、经营和售后服务三个方面。可以用“新产品在销售额中所占的比重”、“专利产品在销售额中所占的比重”、“开发下一代新产品的时间”等指标评价创新，用“产品维修率”、“机器设备完好率”等指标来评价经营，用“服务反应周期”、“售后服务的一次成功率”等指标来评

价售后服务。企业的学习与成长维度可以用“员工工作能力”、“员工的劳动生产率”、“员工的培训与提升”来评价。

（九）激励制度

公司价值创造主要通过投资项目及其实施来实现，但任何价值创造活动都是由特定的人去完成的，所以公司价值最终都通过公司的管理者和雇员创造。所以，为实现最大的公司价值创造，公司必须设计恰当的薪酬方案，以通过奖励管理者和雇员所创造的价值，激励管理者和员工达到最优的努力水平。

（员）高级管理者的长期激励

公司的高级管理者是那些管理行为具有高度的综合性，对公司的整体表现产生主要影响的管理人员。公司高级管理者的首要职能是实现公司价值最大化。公司价值最大化是个长期过程，高级管理者的决策对公司有长期的影响，所以对高级管理者的激励应该以长期激励为主。

个人薪酬一般可分为三个部分，即固定的基本薪酬、基于当期业绩的奖励、基于长期业绩的长期激励。经验数据表明，越是高级的管理者，其薪酬中长期激励薪酬的比例越大。对以首席执行官为首的高级管理者的长期激励的基本目标是使其与股东利益一致，即最大限度地满足激励相容约束。公司高级管理者处于公司委托代理链的上端，前面是所有者或其代理机构的董事会，后面是中层的运营管理者。高级管理者的行为与公司价值高度相关，而其行为很难观察，单纯依靠增加监督来达到降低代理成本和减轻信息不对称的目的不合适。因此，通常的思路是让高级管理者参与公司剩余的分享，使高级管理者与股东利益一致。在对管理者进行长期激励的工具中，最经常使用的是股票期权。

一般的股票期权是根据管理者的业绩授予其在未来某一时间按照当前价格购买一定数量的本公司股票的权利。但是股票期权也受很多因素的限制，如不能将市场整体的波动和行业的波动信息过滤掉，并且被授予者只享受市场价值上升的收益，而不承担市场价值缩水的风险。为克服这些缺陷，产生了多种演进股票期权形式，如指数期权、溢价期权、杠杆性期权等。

（营）营运管理者的中长期激励

营运管理者是大型公司的执行管理者，是事业部或分公司等利润中心的管理者。营运管理者是公司价值的具体执行者，但其行为的影响又是局部的，所以不能按公司整体价值来衡量其业绩。另外，公司的营运部门一般不是直接上市的，没有直接的市场价格信息来衡量价值创造。与以公司首席执行官为首的高级管理者相比，公司营运管理者的社会财富禀赋较少，风险承受能力也低一些。这就决定了对营运管理者的薪酬激励要采用中长期激励相结合的方法。

股票期权之类的长期激励工具对营运管理者而言是有局限的。标准的营运管理者薪酬构成也分三部分，即固定的基本报酬、与业务单元业绩挂钩的年度奖金、股票期权等长期激励。但长期激励的作用是有限的，因为单个营运管理者对公司整体成功或股票价格的影响是有限的。因此，运营管理者的薪酬应该以业务单元业绩为

基础的年度奖金为主。基于价值创造的对营运管理者进行薪酬激励的基本原则也是看价值创造的大小，可用衡量公司价值创造的指标进行衡量，如股东增加值（~~贡献~~）、经济增加值（~~贡献~~）等。

（猿）操作型员工的基于价值驱动因素的短期激励

操作型员工的行为一般只影响个人的业绩表现，对公司价值的影响是局部的，以价值创造为基础的薪酬规划只能建立在价值驱动因素上。根据其所在岗位和部门的目标，其所能影响的价值驱动因素进行薪酬激励。

操作型员工的激励要以短期激励为主。一般来看，操作员工的社会财富禀赋较低，风险承受能力较低，不愿意承受长期激励的风险。另外，操作型员工的行为具有较强的可观测性，其影响一般也是短期的。操作型员工是公司委托链的终端，与上一级代理链的信息不对称问题不十分突出。

对操作型员工短期激励的业绩指标较少地涉及财务指标，更多地采用与业务有关的业务指标。如对销售人员的激励指标，就不应该用销售利润率之类的财务指标，因为其行为不能影响销售利润率，而应该采用个人销售额、新顾客开拓率、客户保持率等。

猿 基于价值评估的投资者沟通

前面介绍了怎样通过战略规划、财务控制以及绩效管理，以公司价值评估为主要管理思路，进行公司价值的创造。不可忽略的是，公司价值创造的另一个要素就是确保公司的股票市场价格正确地反映其创造价值的潜力，这点对公开上市的公司尤其重要。

虽然首席执行官和首席财务官花费了大量时间与投资者进行沟通，而且所花时间的比例还在不断增加，但是他们常常对所消耗的时间以及和投资者互动的效果感到失望。由于股权激励以及控制权市场的压力，管理层极其关心公司的股价，始终担心股价不够高，或者市场不能充分理解他们的公司。

公司需要一个系统化的方法与投资者进行有效的沟通。通过与投资者进行高效的沟通，可以帮助公司的内在价值与公司的股票市场价格保持一致。股票价格与内在价值的协调应该是投资者沟通的核心，而不是单纯地追求最高股价。如果公司的股价超过了其内在价值，当市场了解公司的绩效后，其股价最终会下跌。如果股价过高，可能会鼓励管理者采用激进的短期策略去支撑股价，如降低能够创造公司长期价值的资本投资或研发投资等。但股价下跌后，员工士气受挫，管理层必须面对董事会的质疑。另外，股价太低会面临并购的威胁。

一个有效的投资者沟通至少应该能够做到以下几点：①投资者沟通战略应该基于价值评估，也就是要彻底地对市场价值进行分析，并对公司内在价值进行细致的评估；②公司向投资者传递的信息应该与公司根本的战略和绩效保持一致；③通过公司财务报告以及其他方式，向投资者提供公司经营业务所涉及的价值评价因素、

相对应的财务指标以及评价公司和个人绩效的结果，也就是公司要保持高度的透明度；④进行投资者沟通首先需要了解公司的投资者，并评价哪些投资者最为重要。

综上所述，公司价值评估与公司价值创造活动息息相关，图 猿-苑可以直观地显示两者的关系。

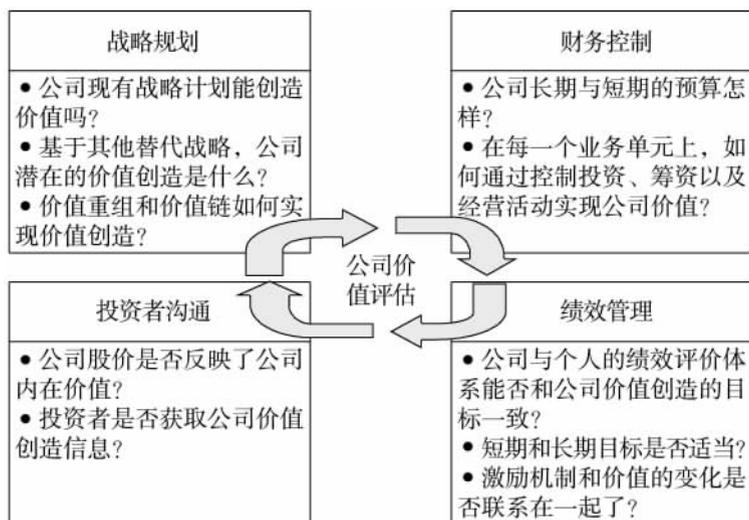


图 猿-苑 公司价值创造过程与公司价值评估

关键词

公司价值 价值评估 价值驱动因素 现金流量 折现现金流量模型 经济利润 经济利润模型 相对价值模型 战略分析 价值重组分析 价值链优化 预算管理 财务活动控制 绩效评价体系 激励制度 投资者沟通

思考题

1. 价值创造与评估的基本要点有哪些？你认为其中的哪点最为重要？为什么？

2. 你认为价值评估的发展趋势是什么？为什么你有这样的判断？

3. 如果你是一个上市公司的董事长，请问你最关注的公司价值驱动因素是哪些？为什么？再如果你是 悦韵，又会怎样呢？

4. 请你比较一下折现现金流量模型、经济利润模型和相对价值模型的优缺点，以及各自的适用条件？

5. 请思考一下，低成本战略和差异化战略在竞争优势、产品种类、营销特点方面的异同，并探讨这两种主要的竞争战略如何创造公司价值。

6. 有人认为，公司出售的业务部门一定都是不能创造公司价值的业务部门，你怎么认为？

7. 对于竞争对手的价值链，企业是否应该进行分析？如果要分析，那么对本企业的价值创造有什么样的作用？

如何保证预算制定和财务控制的过程能够适应不断变化的经营环境？
 基于价值创造的绩效评价指标和激励制度应该具有什么样的特征？
 投资者沟通的主要目的是什么？

计算分析题

粤悦公司是在我国 粤股市场上市的一家主要经营管道原油和内外贸易海轮进入长江流域的原油、成品油、液体化工产品的装卸、储存以及一些水陆中转、货物集散等业务的港口类公司。2015年 12月 31日，某投资银行根据 粤悦公司的历史业绩和宏观与微观经济因素对其 2016—2020年的经营和业绩做出了预测（见表 猿-10），其中：营业收入包括了 粤悦公司的主营业务收入和其他业务收入；营业成本包括了 粤悦公司的主营业务成本、主营业务税金及附加、其他业务支出以及管理费用等成本费用的数额；流动资金净增加额是公司在一定期间投入营业流动资金的金额；资本开支包括新的和重置的土地、厂房和设备的费用。

表 猿-10 粤悦公司预期自由现金流量计算 单位：万元

项目	年度	预测值				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	10000	11000	12000	13000	14000	15000
减：营业成本	6000	6500	7000	7500	8000	8500
折旧	1500	1500	1500	1500	1500	1500
减：现金税	1000	1000	1000	1000	1000	1000
无形资产	500	500	500	500	500	500
折旧	1000	1000	1000	1000	1000	1000
流动资金净增加	1000	1000	1000	1000	1000	1000
资本支出	1000	1000	1000	1000	1000	1000

该投资银行通过 悦悦模型计算出了 粤悦公司的股权资本成本，并依据 粤悦公司的合理综合资产负债率和债务资本成本，计算出 粤悦公司加权平均资本成本（宰悦悦）为 10%。该投资银行认为，粤悦公司在 2016年开始将步入稳定发展期，公司主营业务的增长率保持在 5%，新投入资本收益率预测稳定在 15%，加权平均资本成本稳定在 10%。

要求：根据以上信息，如果你是该投资银行的投资经理，你将用什么方法评估 粤悦公司的价值？你评估的 粤悦公司价值为多少？

基本资料问题 1, 假设该投资银行的投资经理打算再采用经济利润模型对 粤悦公司进行价值评估。他根据 粤悦公司的历史业绩和宏观与微观经济因素对其 2015—2020年的经营和业绩做出了预测（见表 猿-10）。其中：土地、厂房与设备净额包括了 粤悦公司的固定资产等项目的数额；营业流动资金为 粤悦公司日常所

用的流动资产减去无息流动负债的余额；投入资本（年初）为上年末土地、厂房与设备净额与营业流动资金之和。其他资料如上题。

表 猿-15

粤月说公司预期经济利润的计算

单位：万元

项目	年度	预测值				
	实际值	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年
土地、厂房与设备净额	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
营业流动资金	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
投入资本（年初）	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年

要求：如果你是这个投资经理，请你用经济利润模型评估粤月说公司的价值，并和上题的结果进行比较。

基本资料同题 15，假设该投资经理打算再采用相对价值模型对粤月说公司的股权价值进行评估，2007年粤月说公司的年报披露该公司的净收益为 1000 万元。该投资经理选择了缘家可比的港口类上市公司。由于 2007年 12月 猿日休市，故该投资经理采用 2007年 12月 28日（2007年最后一个交易日）的数据计算获得了结果（见表 猿-16）。

表 猿-16

我国港口类上市公司的市盈率

	盐田港 (2007年)	南京港 (2007年)	营口港 (2007年)	天津港 (2007年)	日照港 (2007年)
市盈率	猿	12	猿	10	12

要求：如果你是这个投资经理，请你用相对价值模型评估粤月说公司的股权价值。

源公司在公司是一家大型的多元化综合型公司。源公司在公司拥有三个主要的业务部门：家电产品部、家具部和食品部。家电产品部生产各种家用电器，其中大部分产品所占市场份额具有较强的竞争优势，产品市场占有率约为 猿0%，并且家电产品在消费者心目中享有相当高的声誉。家具部是源公司在公司通过收购方式创立的，由远家小型的家具制造公司构成，基本生产中档家具，并一直沿用过去远家公司老品牌进行销售。食品部主要经营一个拥有 猿家店面的快餐连锁店，其实力在业内相对较弱。然而，在过去缘年中，源公司的总体财务绩效平平，收入的增长还跟不上通货膨胀率的提高，净资产收益率长期徘徊在缘%左右。公司的股票价格一直低迷，证券分析师也对公司的未来不抱较好的预期。公司的董事会和高级管理层也很无奈，无法让市场相信源公司在公司的价值并非如此。在这样的情况下，原家电产品部总经理约翰临危受命，担任了源公司在公司董事长兼首席执行官。约翰明白，只有果断采取行动才能力挽狂澜。约翰决定在公司推行价值管理，并大刀阔斧地开展了一系列的变革活动。

要求：如果你是约翰，你将推行哪些改革措施？

延伸阅读文献

[美] 汤姆森·斯迪克兰德：《战略管理》，段盛华等译，北京，北京大学出版社，2004

[美] 埃里克·塞梅尔海特：《财务分析技术——价值创造指南》，张建军译，北京，中国财政经济出版社，2004

[美] 汤姆·科普兰、蒂姆·科勒、杰克·默林：《价值评估——公司价值的衡量与管理（第二版）》，郝绍伦、谢关平译，北京，电子工业出版社，2004

[美] 杰瑞·考夫曼：《价值管理》，贾广焱、李一川译，北京，机械工业出版社，2004

[美] 迈克尔·波特：《竞争战略》，陈小悦译，北京，华夏出版社，2004

[英] 伊恩·赫斯特：《价值评估——为股东价值进行投资评估》，宋云玲、纪新伟译，北京，经济管理出版社，2004

[美] 约翰·马丁、威廉姆·佩蒂：《价值管理——公司对股东变革的反应》，娄芳译，上海，上海财经大学出版社，2004

[美] 斯蒂芬·罗斯、伦道夫·韦斯特菲尔德、布拉德福德·乔丹：《公司理财精要》，张建平译，北京，人民邮电出版社，2004

[美] 蒂姆·科勒、马克·戈德哈特、戴维·威赛尔斯：《价值评估——公司价值的衡量与管理（第四版）》，高建、魏平、朱晓龙等译，北京，电子工业出版社，2004

第播播章

4

增长管理

导入案例播五谷道场——藐视商业常识的悲剧^①

员999年王中旺筹措员4000万元资金筹建第一条方便面生产线。当时，全国方便面企业达员4000多家，“康师傅”和“统一”占据员80%的市场份额，近百家区域品牌把持剩下的员20%市场。这时有一种既可干吃也可泡吃的方便面刚刚问世，王中旺迅速抓住这一商机，员2000年底，也就是推出新产品员6个月后即实现单月销售额员4000多万元，全年销售额员1.5亿元。这一成功使王中旺总结出一个信条：差异化 垣快速扩张。

随着中低端方便面市场竞争日趋激烈，国内众多厂家陆续萎缩、倒闭。王中旺意识到必须走彻底差异化的道路，才能领先。而此时公司也有不菲的资金积累。员2001年，王中旺赴日本考察，看到日本超市出售“非油炸”方便面，他决定在国内高端市场推出这个全新的产品。员2001年王中旺以其掌握的中旺集团为主体，成立了由中旺集团控股 员80%的北京五谷道场食品技术开发有限公司，全力运作五谷道场品牌非油炸概念方便面。

但是，五谷道场毕竟是一个全新的品牌，“非油炸”概念在国内消费者面前闻所未闻，“非油炸”的口感又不如“油炸”，如何让市场接受？除了采取全新的、强大的营销声势外，别无选择。

员2001年初，在投资员2.5亿元的北京生产基地开工不久，五谷道场以每天往央视砸进员500万元，总额员1.5亿元的超级“炸弹”在全国掀起史无前例的“轰炸”，“非油炸，更健康”的口号响彻中华。

随即，王中旺采取“只计成功，不计成本”的营销策略。员2001年员5月，五谷道场在全国员20个中心城市集中上市。仅仅四个月迅速在全国遍地开花：国内分公司猿8个，员工员2000人，办事处员80家。一年后，在国内媒体发布的员2002年中国成长百强企业中，五谷道场的控股母公司中旺集团以员200%的员80%的成长速度高踞冠军，五谷道场和王中旺成为全国的明星企业和明星企业家。

然而，突然迸发出的巨大市场需求令王中旺手足无措，除了不断增加资金投入，增加生产基地，似乎别无选择。仅北京一个生产基地，最高峰时就有员80条生产线同时生产。巨额的免费派送和持续扩张带来的管理漏洞不断销蚀大量资金。为了迅速抢占终端市场，五谷道场承担了产品进入商场、超市的全部进场费用。

^① 《五谷道场：一出藐视商业常识的悲剧》，载《南方周末》，员2001年员2月员20日。

2007年夏天，五谷道场开始力不从心。“欠薪”的消息接踵而至：员工工资、经销商的报销费用和货款大规模被拖欠。与此同时，银行贷款也开始到期，资金问题在短期内集中爆发。

2007年 5月，中旺集团成立战略管理临时委员会，开始调整管理架构，撤销各地分公司，同时大幅度削减办事处员工数量。2007年 5月，王中旺提出将“不计成本，只计销量”的发展策略转变为“稳健多盈”。

然而此时，王中旺已经无力让五谷道场刹车：要解决断货危机就必须继续开足马力组织生产，继续生产就必须继续投入资金。而截至 2007年底，当上海黄浦法院为解决欠薪诉讼赴北京五谷道场总部执行资产查封时，五谷道场的账面资金仅剩 200元。五谷道场已经没有资产可供抵押，一旦银行不同意贷款延期偿还，就只有申请法院强制拍卖五谷道场商标，到那时，“五谷道场”的命运就不是王中旺所能控制的了。企业如何谋求持续健康的成长方式正是本章所关注的。

员 研究与开发管理

员 研发对公司价值的影响

熊彼特于 1904年在《经济发展理论》中首次提出创新理论，它标志着研究技术在经济增长中的作用的开始。熊彼特提出：“创新是把一种从来没有过的关于‘生产要素的新组合’引入生产体系”，并且认为创新是自发的、质的、革命性的而非数量性的现象。熊彼特之后，特别是 20世纪中期之后，技术创新经济学家们认为技术创新是经济增长的首要因素，技术创新能够为企业带来价值增长的观点得到认可。

企业要获得价值增长，就必须拥有持续不断的创新能力，而这种创新能力的培养必须要依赖企业的研究与开发（R&D）活动。

员 研发是公司核心竞争力的基础

1985年普拉哈拉德和加里·哈默尔在 1985年出版的《哈佛商业评论》上发表的“公司的核心竞争力”一文中，将企业的核心竞争力定义为：核心竞争力是企业组织中的集合性知识，特别是关于如何协调多样化生产经营技术和有机结合多种技术流的知识。按照普拉哈拉德和哈默尔的定义，企业的核心竞争力有三个基本特征：

- 核心竞争力提供了进入多样化市场的潜能；
- 核心竞争力应当对最终产品中客户重视的价值做出关键贡献；
- 核心竞争力应当是竞争对手难以模仿的能力。

分析核心竞争力的三个特征，不难发现核心竞争力可以理解为是在反复强调满足客户需求的能力，而这种能力必须是难以模仿的。

研究与开发战略是核心竞争力的基础，因为研究与开发战略是不断创新的动力来源。公司要发展，必然会面对诸多挑战，要能够在激烈的国内、国际竞争中站稳

脚跟，积极面对来自供应商、现有竞争者、潜在进入者、替代商品威胁、买卖方的议价能力这五个方面的竞争压力，就必须实施有效的竞争策略，不断创新，使商品和服务永远能够比其他竞争者更好地满足客户需要。这种状况维持的时间越久，公司就越能源源不断地创造价值。而公司不断创新的动力来源，便是公司所拥有的研究与开发能力。

公司研究与开发是为了获得持续创新的能力，只有这种持续创新的能力，才能使其产品更好地满足客户的现有和潜在需求，实现公司价值创造（公司价值创造路径如图 9-1 所示）。

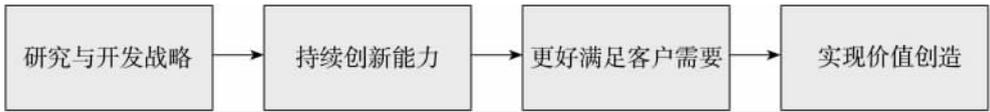


图 9-1 公司价值创造路径

技术正在或已经使得公司间的竞争更加残酷，公司间的竞争愈演愈烈，在这种情况下，公司坚持积极研发的战略、不断创新便具有了进攻和防御两方面的意义：从进攻方面来说，公司能不断地涉足新的领域，从而确保牢牢地把握领先的优势；从防御的角度看，发明与技术进步都可以成为专利，因而能抵御竞争对手的入侵。通过研究与开发，培养持续创新的能力，不断推出新产品以满足客户需求，公司就很难被对手超越。

公司要不断创造价值，就必须重视研发，使得研发不仅能够满足客户的现有需求，更能挖掘其潜在需求，不仅利用公司内部资源，更能合理利用外部资源，积极实施研发战略，达到不断提升公司价值的目的。如果公司研究与开发的技术和产品能够具有更好地满足客户的需要、发现新的市场、同时又很难被对手模仿这三个条件，就能够提升公司核心竞争力。因此，公司以更好满足客户的现有和潜在需要为宗旨在实施研发战略，可以为自身核心竞争力的构建奠定坚实基础。

研发是公司价值链的重要环节



图 9-2 公司内部基本价值链

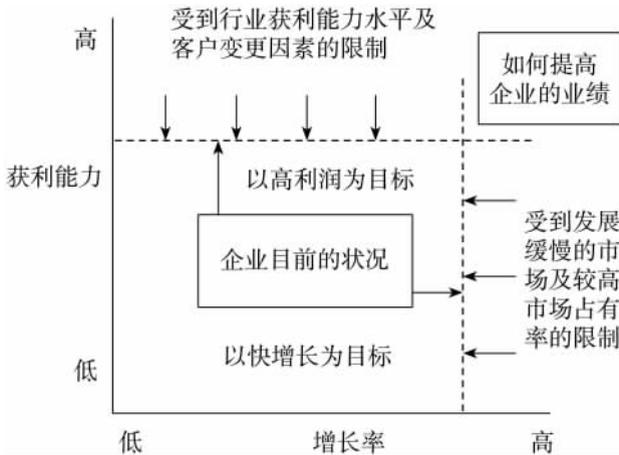
在公司内部的价值链中（公司内部基本价值链如图 9-2 所示），技术开发虽然是支援作业，但是技术却贯穿其价值链的方方面面。研究与开发的影响体现在主要作业、支援作业中，如一般管理、人力资源管理、采购中都离不开技术。比如研

研究与开发出的人力资源管理软件，可以为公司人力资源管理提供极大的便利。研究与开发为公司带来的，不仅仅是狭义的产品上的飞跃和变革，而是关乎公司内部价值链上每一个环节的变革和提升。

獯研发是突破增长阻力的法宝

猿) 发展的阻力

企业发展到一定阶段，便会遭遇阻力，这些阻力使得企业的价值创造面临困难。突破这些阻力的公司，往往能够长盛不衰；不能突破的，便会发展缓慢甚至走向灭亡。



图源—獯企业发展的阻力

由图源—獯可以清晰地看出，企业在目前的状态下，要进一步发展和提升公司价值，会遭遇不少的阻力：如果以高利润为目标，则会遭遇行业获利能力水平、客户变更因素的限制；如果以快增长为目标的话，则可能遭遇市场发展缓慢、较高市场占有率的限制。要克服阻力，提升公司价值，就必须重视研发战略，让技术带领公司突破重围。

猿) 突破阻力

(猿) 比价格、比质量、比服务

技术在企业的生产中无处不在：技术能帮助公司用更低的成本完成工作，从而能降低产品的价格；技术可以提高产品的质量，比如在生产过程中，可以依靠技术提高产品的纯度，改进不足之处；技术可以改善产品经销方式，为客户提供更为周到的服务。可以说，在价格、质量、服务这三个传统竞争方面，技术都能为公司带来增值的推力，这种推力往往在想象之外。

(猿) 技术带来的“奇特性”

除了提升公司在价格、质量和服务上的竞争力，技术还给公司产品增添“奇特性”。有了自己的研发战略，公司可以不再仅仅从传统的三个方面（价格、质量、服务）展开竞争，他们还可以在“独特性”这个新领域一比高低。技术，使得公司可以跳得更高，突破图圈，不断在新的领域给对手施加压力。

公司可以凭借研发带来的有价值的技术，创造出全新的、与众不同的、质量更为上乘的产品。“独特性”能够让公司实现快速增长和高盈利的目标，提升公司价值。只要利用有价值的技术，公司就能够生产出全新的产品，而凝聚了技术的“独特性”的产品并非单纯意味着在价格、质量和服务方面的进步，它们所代表的是一种新事物的诞生，这些创新产品中甚至能够涌现出全新的行业，在这些新的产品中，孕育着公司新的价值增长点。可见，研发带来的独特性对于公司而言，具有开创性的意义。

图 9-1 简单描绘了技术是如何帮助公司突破重围的：

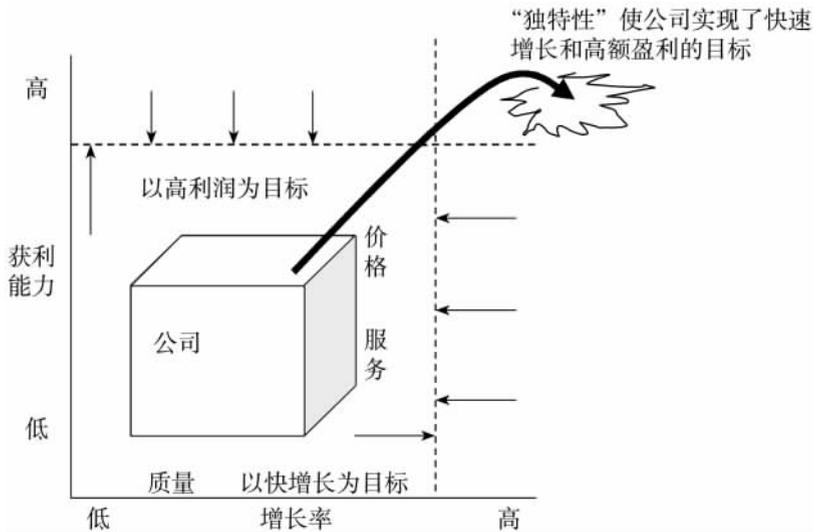


图 9-1 简单描绘了技术是如何帮助公司突破重围的

由此可见，在重重阻力中，公司可以利用研发战略脱颖而出，并由此开拓一项高收益、高增长的新业务，这将使得公司价值大幅度提升。简言之，技术杠杆带来的推力帮助公司突破重围、创造价值。在研发战略的指导下，公司还必须不断地观察市场，不断地发现客户的潜在需要，与利益相关方充分交流，实现客户和公司的积极互动，进行战略性的研发，只有这些战略性研发才能够带来公司在战略领域的创新能力的维持和不断提高，从而提升公司价值。

源 研发管理是研发到价值的转化

研发是公司核心竞争力的基础，是价值链的重要环节，更是带领公司突破重围的法宝。公司要创造价值，必须关注研发，坚定不移地在研究与开发领域投资。但是，是否有了研发的公司就一定能够实现价值增值呢？答案是否定的。

要实现研发到价值的转化，公司必须进行合理的研发管理，使公司能自觉地应用技术以提高经营业绩。没有积极的研发管理，研发往往会与市场脱节，或者不能及时将有价值的研发成果推向市场，错过使公司价值大幅增值的时机。

很多公司往往不重视对研发的管理，他们不能发现自己已有技术的市场潜力，将其束之高阁，于是这些技术对公司而言就成了“台面上的钱”。没有战略，花力

气研究可能给企业带来价值增值的新技术而不加以利用，这种作为是非常令人遗憾的。

[案例] 施乐的不当放弃

众所周知，是施乐公司发明了静电复印技术，然而目前占领小型复印机市场的却是佳能公司。原因就是施乐公司不懂得利用已有技术，做出了不当的放弃。几年前，施乐公司制定的战略决策是放弃复印机的低级市场，只为那些规模大、复印量大、资金雄厚的客户服务。然而施乐公司掌握的技术在低端的复印机市场上显然是大有用武之地的。他们放弃了低级市场，迎来的却是如今被迫与佳能公司进行激烈竞争的处境。一旦企业做出了错误的决策，研发便不能够为它带来应有的收益。

[案例] 苹果电脑“抢钱”

20世纪70年代，国际公司在微型计算机方面有领先优势，然而国际公司认为他们已经在大型计算机市场中赚到很多钱，因而没有必要再去关注低级市场。美国数字设备公司抓住了这个机遇，在微机领域迅速发展壮大起来，依靠销售各类微机而占领了市场。不过此后，数字设备公司也不再重视顾客对计算机体积的要求。而史蒂夫兄弟顺应客户需要，利用已有技术创立了苹果电脑公司，成功地拿走了国际公司和数字设备公司“留在桌面上”的巨资。

源源国际跨国公司的研发战略

在激烈的国际竞争中，要增强国家竞争力，提升企业的竞争力是重要一环。我国公司必须实施研发战略，构建强大的公司核心竞争力，源源不断地进行价值创造，才能力求和其他跨国公司拥有平等的话语权，为增强我国的国家竞争力贡献应有的力量。实施研发战略，培养核心竞争能力，不仅能够提升公司价值，从某种角度看，这也是新时期公司的历史责任。

根据对我国钢铁、煤炭等 5 个行业的调查^①，我国多数大企业关键技术的开发和应用水平与国际先进水平有相当大的差距。其中，研究开发费用投入少、创新机制没有建立起来是主要原因。我国大企业研究开发投入占销售收入的平均比例全国水平不足 10%，上海为 12%，而国际平均水平为 15%，世界 500 强企业的平均水平则在 15% 以上。我国大企业的研发投入占销售收入的平均比例还不到世界 500 强企业的五分之一，研发的投入明显过少。

研发的发展至今经历了四个阶段，学术界有四代研发之说。各代研发管理的特点和公司相应价值创造模式的特点简介如下。

源第一代研发

在第一代研发模式下，公司缺乏技术和研发管理的战略框架，研发和业务部门之间存在着明显的沟通与合作障碍。第一代研发中，从事基础研发工作的研发经理、专家往往会凭借创造性、直觉和推理，利用一些偶然的发现来使公司获得收益。因此，在第一代研发下，公司的价值创造存在盲目性。没有战略性的研发对公

^① 《经济日报》，1994年 9月 9日。

司的价值创造虽然产生过贡献，但是这种贡献的产生存在着很大的偶然性。

■ 第二代研发

第二代研发管理是直觉型管理和目标管理之间的过渡。第二代研发管理与第一代研发管理最显著的区别是在经营管理与研发管理的协同下拥有了项目的管理思想，这种进步，对公司的价值创造模式也有了积极影响，公司的研发和价值创造之间开始有了虽然是初步的，但却是积极、主动的联系。

■ 第三代研发

第三代研发中，公司研发是在研发人员、部门经理和企业高层管理者的共同努力下，完成在集团范围内的资源优化和价值提升。第三代研发与第一、二代研发相比较，最大的进步就是真正建立了管理与战略间的关联关系，这种战略性的关联关系对公司的价值创造模式的影响意义重大。

在第三代研发模式下，公司的价值创造立足于内部资源的优化配置，强调研发与业务的通力合作、交流，在研发的实施过程中，公司在其内部公司层面调集资源，而不必在乎组织边界。但是第三代研发的局限性也正是在于过分关注内部，忽视了革新的挖掘功能。一旦有其他公司把供应商、客户等外部利益相关方的潜在需求发掘出来，并用特有的技术予以满足，这些公司便会很快占据自己发掘的新的市场。而公司由于投资于原产品领域的资源往往比较庞大，会被攻击得措手不及。这时，公司的价值增值便会遭遇巨大的挫折。

■ 第四代研发

第四代研发的核心是利益相关者群体中的很多不同的实践团体相互依赖着学习，这种学习的基础是客户与公司之间的关系而不仅仅局限于现有的业务上。同时，这种相互依赖的学习方法能够揭示客户未被满足的、隐含的需要，然后这种需要被反馈给技术开发。

第四代研发是新知识和新市场的结合物，它的革新所影响的明显是涉及整个组织的活动，并延伸到包括供应商、客户以及其他外部的利益相关人。第四代研发意识到对客户潜在需要识别的意义，并在内部结构体系设计和外部市场联系上都关注这点，强调的内容包括：建立平台，使公司成为开放性体系，公司与利益相关者一起相互依赖学习，发现潜在的需要，有的放矢地用技术去满足这些需要，开发新的市场等。

由此，第四代研发模式下，公司的价值创造模式有了质的飞跃：公司谋求公司发展和价值增值时，它们的眼光不再局限于内部资源和现有客户，而是将公司的触角延伸到外部的利益相关者，并致力于建立合理的平台，使得内外能够顺畅交流，相互依赖着学习，去共同发现潜在的需要并给予满足，进而不断为公司的价值增值开发新的领域。

很多跨国公司已经拥有了第四代研发管理的先进理念，他们充分利用集团的资源优势，重视供应链革新，关注与客户的互动。因此，第四代研发下的公司总是能够在第一时间挖掘出客户的潜在需要并及时纳入公司的研发体系，抢先设计出满足

客户需求的产品，实现价值的快速增长。

[案例] 从“惠普之道”到“车库法则”^①

惠普在新的竞争时期更加关注客户，努力地让客户体验自身的产品，不断改进组织结构，力图减少与客户交流的障碍。我们认为，从某种角度看，惠普已经开始尝试进行第四代研发模式下的价值创造。

被惠普人视为其“参与全球竞争的制胜法宝”的“惠普之道”，便是由体现惠普创始人精神的惠普企业价值、惠普企业目标以及高效的经营策略和管理方式这三大内容组成的。

一、惠普公司的企业价值

惠普公司在多年追求满足客户需要的经营中逐渐形成了由五个基本的价值观构成的价值体系，指导惠普人朝着共同的目标前进。

(员) 信任并尊重个人。惠普公司坚信，只要给予员工适当的手段和支持，他们愿意努力工作并一定会做得很好。公司吸纳那些能力超强、个性迥异但富于创新的人加入惠普，承认他们对公司所做的努力和贡献。惠普人积极奉献，并能分享其通过努力所获得的成功。

(圆) 关注高层管理的成就和贡献。惠普人认为，客户总是希望惠普的产品和服务具备最高水准，同时希望所获价值亦能持续长久。为满足客户的这种要求，所有惠普人，尤其是经理人员必须率先积极热情、加倍努力地工作。

(猿) 坚持诚实经营、毫不妥协。惠普人希望彼此坦诚相待，以赢得他人的信任和忠诚。公司各级员工都应恪守最高的职业道德准则，并能充分理解止于至善的深刻含义。

(源) 通过团队精神来实现共同的目标。惠普人相信，只有内部精诚合作，才能实现企业的共同目标。惠普承诺要建立一支遍布全球的团队，努力工作，以实现客户、股东及其他有关人士的期望。

(缘) 鼓励灵活性和创新精神。惠普努力营造一个可容纳不同观点、鼓励创新的宽松工作环境。努力实现明确、一致的总体目标，并且允许个人在实现公司目标时，灵活采用自己最佳的工作方式。惠普人有义务提高自身的工作能力，公司鼓励员工通过培训获得自我提高。在技术发展异常迅猛并要求员工能够立即适应的技术领域，这一点尤为重要。

二、惠普公司的企业目标

(员) 利润：获取足够的利润以支持公司的发展和提供实现企业其他目标的资源。

(圆) 客户：为客户提供最高质量的产品和服务并给客户带来最大的利益，从而赢得他们的尊敬和忠诚。

(猿) 关注的领域：所参与的领域应能够发展公司的技术和扩大公司的客户群，

^① 王凤彬：《集团公司与企业集团组织：理论、经验、案例》，北京，中国人民大学出版社，2004。

提供维持增长的机会，并使公司能够做出人们需要的和有利润的贡献。

（源）成长：公司的成长只应受限于利润以及开发满足客户需要的有创新性的产品及服务的能力。

（缘）公司的成员：帮助惠普人分享其为之努力所获得的成功；为成员提供良好的工作保障；为员工营造一个良好的工作环境，以发挥他们的多样化才能，并对他们的贡献给予肯定；使员工从工作中获得满足感和成就感。

（远）管理：在实现公司既定目标的同时，允许员工行使最大的工作自主权，从而培养他们在工作中的主动性和创造力。

（苑）公民义务：在所从事经营活动的每一个国家和地区中，使惠普成为一种经济财富、知识财富和社会财富，以尽公司对社会应尽的责任和义务。

公司的经营策略和管理方式

惠普企业价值及其对实现企业目标所做的承诺共同决定了公司的经营策略和管理方式。这在初期主要包括走动式管理、目标管理、开放式管理、公开交流等。后来，这些传统的管理方式又增添了新的管理内容，比如十步业务计划法、全面质量管理及短期目标制定等等。惠普在不断地给这些管理方式补充进其他新内容，以指导惠普人能够适应环境变化的需要。

面对不断的竞争和挑战，新的惠普领导人又开始倡导“车库法则”。

在经历了半个多世纪的里程之后，当“惠普之道”这根接力棒传到新的领导人手中时，他们认为公司中有许多的现行做法并不体现“惠普之道”的精髓。

为了显示改革的决心，惠普改变了沿用多年的企业识别标志，把惠普之道中最宝贵的基因——惠普公司创始人所提倡的创新精神作为新方案的核心。以卡莉为首的惠普高层管理者还特别为修正后的惠普之道编写了一套更具体的阐释，这就是随组织调整而得名的“车库法则”（惠普公司创建于戴维家的车库，惠普公司至今仍认为，只有客户需要的产品和服务才能使企业走出车库，走向世界）。车库法则的精髓，就是创新、创新、再创新。车库法则将新惠普与公司创始人的精神和初衷结合在一起，是惠普之道在 20 世纪的再一次精彩表述。

对于惠普之道向车库法则的演进，惠普公司新领导人曾经发表过这样的演说：

在这世纪交替之际，我们从事的是一种人性的业务，一种以客户体验作为唯一真正的成功衡量标志的业务。因此，我们要全力重构我们经营业务的方式——回到我们的根本，回到车库法则。这就是：

- 相信自己能改变世界！
- 高效工作，工具箱永不上锁，随时为我所用！
- 懂得何时独立工作，何时相互合作！
- 不仅分享资源，更要分享思想！
- 相信自己的伙伴！
- 权术，拒绝官僚（这是车库工作的大忌）！
- 工作的优劣，让客户来评判！

- 新奇的想法并非就是坏想法！
- 尝试一种新的工作方式！

从“惠普之道”到“车库法则”，惠普要强调究竟的是什么？是研发、是客户，是与客户及利益相关者之间良好的互动和学习。这就是我们所说的在第四代研发模式下，公司不断学习，发掘客户潜在需要，积极制定战略的一种崭新的公司价值创造模式的体现。

源圆瑶公司并购与资产重组

源圆瑶公司并购

源圆瑶公司并购的发展历程

从商品经营到资本运营，是企业家经营理念的质的飞跃。从各国经济发展进程来看，也证明了导致大企业产生的主导方式是企业间的兼并与收购。世界经济的发展史其实就是一部很好的企业并购史，同时也是一部企业集团的发展史。

源圆瑶第一次并购浪潮

第一次并购浪潮发生在 员愿世纪与 员园世纪之交，其高峰时期为 员愿苑—员愿年。这次并购浪潮成就了美国工业的雏形，完成了美国大部分工业的现代化结构，使美国特大型企业超过 猿国家，国民经济的集中程度大大提高，因而被认为是诸次并购浪潮中最重要的一次。经过这次并购，出现了美国钢铁公司、美国石膏肥料公司、杜邦公司、美国烟草公司、美国糖果公司、美国橡胶公司等特大型企业，特别是 员愿年摩根成立的联合钢铁公司，成功收购了全美 猿猿的钢铁企业，之后组建了一个拥有资本超过 员亿美元巨型钢铁工厂，显著提高了行业聚合度。

源圆瑶第二次并购浪潮

第二次并购浪潮发生在 员园世纪 员园年代。第二次并购浪潮的一个显著特征就是反托拉斯法变为阻止垄断的主要手段，迫使大公司并存竞争，以扩大公司规模为主要目的的横向并购受到反托拉斯法的限制，大公司的纵向并购成为企业并购的主要形式。另一方面，在股票市场的带动下，中小企业间的并购活动异常活跃，共有万余家零售商进行了并购。尽管如此，大公司的纵向并购仍然是第二次并购浪潮的主流。另外，在第二次并购浪潮中，公用事业也经历着更显著的并购，在美国至少有 圆家公用事业进行了并购。与大规模公司并购相适应，银行业也进行了大规模的并购活动，至少有 员家银行进行了并购。

源圆瑶第三次并购浪潮

第三次并购浪潮始发于二战结束并波及 员世纪 缘—远年代，持续时间长、规模大。跨行业、跨国的混合并购成为此次企业并购的主流，这主要得益于当时更加严格的反托拉斯法的限制。员年塞乐—基福弗法的通过使得 员世纪 远年代的反托拉斯气氛更为浓烈，联邦政府采取了强硬的反托拉斯姿态，强烈谴责水平和垂直并购。有扩展意图的公司的唯一出路就是形成企业集团。仅 员—员年这三

年高峰期中，美国就完成企业并购 100 多起，从而使美国最大企业实现了集团化发展战略。然而企业集团的形成并不能增加行业聚合，因此，第三次并购浪潮虽然并购规模空前，但是不同行业的竞争程度并未改变，这与在行业中导致大量行业聚合的第一次并购浪潮形成鲜明对比。这次并购促进了企业管理的发展与现代化的跟进，提出了日后备受公司管理关注的战略管理问题。

第四次并购浪潮

第四次并购浪潮始于 20 世纪 70 年代中期，并延续到 80 年代，其动因来自于美国企业日益渐落的市场竞争力，需要从并购中寻求变革；同时当时的美国政府信奉的自由与解除管制原则，也给并购活动提供了适宜的土壤。第四次并购浪潮以超强并购为特征，20 世纪 80 年代某些国家最大的公司变成了并购目标，如 1981 年 9 月美国杜邦化学公司以 100 亿美元收购大陆石油公司，1982 年 10 月德士古石油公司以 100 亿美元买下格蒂石油公司，1983 年 10 月加利福尼亚美孚石油公司创纪录地以 100 亿美元的巨额费用兼并了海湾石油公司。这次兼并浪潮所带来的深远影响是：第一，它使很多公司重新审视公司战略问题，并清醒地认识到多角化经营并不一定是明智的策略，将公司战略集中于相关产品并力图谋求规模效应可能更为有效；第二，它使美国公司通过并购行为来取得国际市场的产品竞争力，因此，并购目标已不局限于国内市场，更着眼于国际市场，跨国公司规模日益扩大。经营帝国大量形成。

第五次并购浪潮

第五次并购浪潮中各国的并购交易价值如表 4-1 所示：

表 4-1 各国的并购交易价值 单位：十亿美元

年份	美国	英国	德国	法国	加拿大	日本
1980	100	100	100	100	100	100
1981	100	100	100	100	100	100
1982	100	100	100	100	100	100
1983	100	100	100	100	100	100
1984	100	100	100	100	100	100
1985	100	100	100	100	100	100
1986	100	100	100	100	100	100
1987	100	100	100	100	100	100
1988	100	100	100	100	100	100
1989	100	100	100	100	100	100
1990	100	100	100	100	100	100

资料来源：根据相关统计资料整理。

这次并购风始于 1980 年，并延续至今。伴随着 1980 年起美国经济的复苏和回

升，高新技术应用日益普遍，信息革命的到来，以及世界经济一体化步伐加快，都要求企业通过并购集中资本、加强国际竞争力。这次并购浪潮以强强并购为主要特征，敌意并购相对减少，战略并购成为主流，企业开始寻求扩展新市场或追求潜在的协同效应。同时，第五次并购浪潮也是一次名副其实的国际化的并购浪潮。在欧洲，第五次并购浪潮事实上是从 1985 年开始的。到 1995 年，欧洲并购交易的价值几乎与美国持平。亚洲的并购交易价值和数量也开始显著地增加，其中大部分交易发生在日本。加拿大的并购数量在整个 20 世纪 80 年代一直呈现平稳增长的态势，在 1995 年却一下子猛增至两倍多（参见表源-员）。

世界著名企业集团的发展史告诉人们，实现资本增值是企业经营的目标。商品经营和资本运营都是实现这一目标的手段，但资本运营可以更高效、更快速地实现这一目标。因此现代企业发展史实质上就是一部资本运营史。

并购对象选择和效果评估

公司要实施并购战略，首先要解决的问题就是并购对象的选择。选择一个适合自己的并购对象是并购成功的关键。

并购规划

公司对并购对象的选择应当以规划为基础，规划在并购活动中起了支撑性的作用。在当今这个变化极快的社会环境中，规划的作用更加突出。规划迫使管理层清晰地阐述所有的关键假设，并以他们所选的战略为前提，根据环境的变化不断地反省和调整原有假设，重新评估新的战略战术以适应新形势。

规划阶段由制定商业战略和收购计划两个阶段组成，促使收购流程中后续阶段的产生。与此相反，策略计划，也称为实施、行动或操作计划，详细地说明了战略是如何实施的。收购计划是一种策略计划，主要说明商业计划中为实现某一战略在收购方面具体的构成要素。策略计划往往是非常具体和高度结构化的，注重短期效果，通常由公司相关职能部门制订。根据企业组织的规模，策略计划将规定公司每一个职能部门或商业团体的一系列具体的行动，诸如营销、生产、研发、工程和财务与人力资源等部门通常分别有着不同的计划，这些不同的计划详细说明了每一个职能部门是如何实施战略的。策略计划应当包括明确定义的行动、实施这些行动的时间表、所需的资源及负责确保在预算内按时实施完成这些行动的责任人。

并购仅仅是实施商业战略的许多可选战略的一种。是否决定并购通常取决于是否想要获得控制权，并购是否能比其他可选战略更快地实现公司所希望的目标。一旦公司认定并购是实现商业计划中规定的战略的关键，就将开始制订并购计划。

并购计划应当被视为辅助实施商业战略的策略计划，集中于策略制定。并购计划包括管理目标、资源评价、市场分析、明确具体化的策略或行动、完成并购的时间表和完成并购所有事项的负责人姓名。

并购计划可以通过管理目标和在计划中定义的策略向负责并购事项的人员传达高级管理层的优先选择。目标具体说明了管理层对并购的预期，策略为如何管理并购流程提供了指导。这个指导包括详细说明选择潜在并购目标的条件和进行敌意并

购的意图。此外，策略还表明管理层选择支付的方式（股票、现金或债券），接受每股收益稀释的意愿，是首选股票还是资产购买，及对竞争者接触的限制。

圆 并购对象的搜寻和筛选

在决定以并购来实现企业集团的战略目标后，接下来要做的就是根据已经制订的商业战略和并购计划来选择并购的对象。在这一环节中，公司一方面要制订寻找的战略，按照标准寻找目标公司；另一方面要建立筛选的标准，初步锁定并购目标。

成功的并购者总是在不断地寻找着并购的良机。如总部设在纽约的悦明公司，虽然一年可能只会进行两三次收购活动，但其搜寻的对象可能会有几十个之多，仔细考察过的会占其中的四成。对大量的并购机会进行考察评估有两个好处：一方面它使公司了解到目前存在何种并购机会，其代价又是怎样；另一方面，它也使公司能够更好地评估不同的并购机会的价值。

面对一个令人振奋的并购机会时，公司经常会犯的一个错误就是将既定的并购战略丢在一边。其实，并购应当成为公司发展战略的核心环节，并与整个集团战略相匹配。锁定自己并购的战略重点，公司需要拥有既懂得公司运营之道，又擅长并购运作的人才。

选择何种企业作为企业集团的成员，是公司并购成功的关键。因此在选择并购对象时应当慎之又慎，从公司的需要和选择对象情况两方面综合考虑，挑出备选方案。

开始寻找潜在的收购对象的标准不宜过多，主要的标准包括行业、地理位置和交易规模。交易规模最好是用公司愿意支付的最大收购价格来表示，即可以用最大收购价格与收益、账面价值、现金流之比、销售收入比例或最大收购价格的绝对金额来表示。

由于初步寻找只应用了相对少的主要标准，初始潜在收购对象的数量是很多的，需要使用额外的第二重选择标准来缩短这个名单。应当谨慎地限制所使用的第二重选择标准，太多或太少选择标准会极大地影响通过这个筛选流程的潜在收购对象的数量。主要挑选标准可以参考行业内某个细分市场、细分市场内某个产品线、公司的利润率、杠杆程度和市场份额等几个方面，进而锁定目标公司。

獾 目标公司的调查

为确保并购的成功，公司必须详细调查二次筛选后的目标公司，以便选择合适的并购事项与制订并购后的整合策略。并购调查内容广泛，具体的调查内容取决于管理人员对信息的需求、潜在目标公司的规模和相对重要性、已审计的和内部财务信息的可靠性、内在风险大小以及所允许的时间等多方面因素。

（员）目标公司出售动机的审查

一般来说，目标公司是不愿意主动出售自身的，它往往会有各种原因。认真对此加以审查，有时会得到意想不到的收获。关于目标公司出售的动因，归纳起来有以下几点：①经营发展需要。一些目标公司并不是经营管理不善，而是企业的大股

东急需大笔资金投入以发展企业，才出售企业股权。对于这种情况，如有把握投入资金后，能重新整顿财务，进而重振雄风，将是一个极佳的投资收购机会。而且卖方急于出售，谈判时容易占上风。②经营效益低下。在这种情况下，由于目标公司已被认定整体性价值不高，常被买方以购买资产的方式接手。收购者如有足够的实力，能给目标公司输入经营能力和管理活力，并有技术和设备的支持，那么经营不善的公司，也是极佳的收购对象。③目标公司调整多角化经营方向。当公司处于调整多角化经营方向的转轨时期，常将获利不佳的子公司卖掉，而收购获利较佳的公司，甚至将目前获利尚佳但未来看淡的子公司组成部分趁目前的高价出售，而并购一些未来看好，但目前尚在萌芽期的新公司。

（圆）法律方面的审查

这不仅包括国家对产业的一些相关规定、标准审查，而且还包括目标公司的章程、合同契约等审查。

首先，公司必须谨慎检查目标公司组织、章程中的各项条款，尤其对于重要的决定，像合并或资产出售的表决，必须得到百分之多少以上股权的同意，方可进行的规定更应该密切注意，以避免并购过程中的困扰。对于公司章程来说，公司章程是否有特别投票权的规定及限制也应该加以注意。还应对股东大会及董事会的会议记录加以审查；如果是资产收购，还应取得股东大会同意此项出售的决议文件。

其次，公司还应该取得目标企业的主要财产清册，了解其财产的所有权、使用限制及价格，并了解投资情况及公司财产投保范围。同时，公司还应从目标企业取得所有权证明，而且目标公司在经营上使用的一些资产，还应注意该类契约的条件是否有利。

再次，公司要审查所有对外的书面合同。对于所有的使用外界商标及专利权、或授权他人使用的权利义务约定，应注意控制权改变后合同是否仍然有效。对租赁、代理、借贷、技术授权等重要合同，应注意是否会因控制权变更而使对方要求解约，并了解其影响程度。在债务方面，应审查一切目标公司所牵涉的重大债务，注意其偿还期限、利率，及债权人对其是否有任何限制。对于其他法律事项的审查，如目标公司外部加工及与下游代理商、上游供应商合同上的权利义务规定、员工雇佣合同、与银行的融资合同等是否合理，保险合同的条件、合同履行以后并购企业是否仍可以继续，均应调查清楚。

最后，公司对目标公司过去所涉及的诉讼案件加以了解，弄清这些诉讼案件是否会影响到目前和将来的利益。

（猿）营运状况的调查

对目标公司营运状况的调查，主要依据公司的动机和策略的需要，调查并衡量目标企业是否符合并购的标准。如果公司想利用目标企业的现有营销渠道来为企业集团扩展市场，则应了解其现有的营销和销售组织及网络、主要客户及分布状况、客户满意程度和购买力、主要竞争对手的市场占有率等状况；在产品方面，则应了解产品质量、产品竞争力大小、新产品开发能力等状况；还要了解目标企业在

生产、技术、市场营销能力、管理能力以及其他经营方面与本集团的配合程度有多高。除要对上述情况进行调查外，更重要的还要查明并购后原有的供应商及主要客户是否会流失。如果并购的目的是想利用目标公司现有的生产设备及其他设备，则应注意了解这些生产设施是目标企业自己的还是租赁的、其账面价值和重置价值、目前的使用状况、是否有其他用途等；还可以将公司自己设立的同类工厂与并购目标公司相比较，看一看在资金、时间方面损失程度有多大，能从并购对象那里得到哪些由自己设立同类企业所得不到的好处。

考察的时候，公司应特别注意站在战略的高度、动态地观察，全面地确定目标公司目前所处的位置和未来的发展潜力。以此框架来评估一个公司，是基于把目标公司作为某一特定市场中的积极参与者，对目标公司的整个市场地位和战略形态做出更深入的评估。通过评估，试图发现目标公司中存在的可以实现战略的驱动因素，从而在并购后规划出根据上述驱动因素寻找的发展路径，进而实现整个企业集团的战略目标。

（源）财务审查

财务审查是实施集团并购战略前的一项重要作业，公司要防止目标企业提供虚假或错误的财务报表。在审查的过程中，目标企业常被迫将财务报表做重大调整，这些都足以影响交易条件。审查目标公司财务报表的过程，常常可以发现很多目标公司未透露的事宜。例如，通过查核公司的律师费支出并向律师查访，就能发现未透露的法律诉讼案件。此外，通过一般的财务分析，仍然可以找出一些可疑之处，如通过各种周转率的分析，可发现有无虚列财产价值或虚增收入等现象。

在资产科目的审查方面，一般应收账款按其可回收性估计，列出适当的备抵呆账，存货则注意有无计提足额的跌价、呆滞、损坏准备，长期股权投资应注意被投资公司的财务状况等，至于土地、建筑物、设备及无形资产的价值评估，可依双方事先同意的评估方式做调整。

在负债方面，对于未评估或评估不足的负债应予调整（如退休金、产品服务保证）。年终资金、利息支出等，应按权责发生制基础评估调整。若有些负债到期未付，则应注意债权人法律上的追索问题及额外利息的支付；进行税务审查，确定应交税款的数额及应由谁来缴纳，过去是否存在偷漏税、应交税金的情况；注意目标公司是否有对其他人借贷的担保承诺，是否有可能因负连带责任而招致额外的损失；最后，公司应该尽可能查明所有未记录的负债，进而要求目标企业开具证明，保证其若有未列负债出现应自行负责。

此外，公司还应审查目标企业在未来是否存在重大支出的需要，如工厂迁址和扩建，新产品开发等。对于涉及国际业务的目标公司，还应注意审查汇率变动、外汇管制和利润汇回等问题。

并购效果的价值评估

并购中的企业价值评估是公司制定合理支付价格范围的主要依据，评估的结果直接关系到并购交易的成败。

(员) 评估企业集团自我价值

确定本企业集团的价值是公司实施并购的基础，在整个并购过程中地位十分重要。没有对自身价值的评估，就无法评价不同的并购策略给企业集团带来的价值有多大，也就无法制订适当的并购策略。

(圆) 评估目标公司的价值

评估目标公司的价值在集团并购中十分关键，它是制订收购支付价格的主要依据。在选定并购目标，对目标公司充分调查的基础上，才可进行价值评估。一般情况下，目标公司不会接受低于自身价值的价格，公司必须在目标企业价值的基础上，再多支付一部分溢价，溢价部分的多少则需根据具体情况具体分析。

(猿) 评估协同效应

对并购后企业集团的未来经营、盈利状况进行合理地预测，有助于有效地评估协同效应，从而更好地评估并购后整个企业集团的价值。

获得协同效应，是企业集团实施并购的主要目的。协同效应必须大于零，企业集团才有并购的必要性。协同效应的大小是决定并购成败的关键，许多并购者就是对协同效应过于乐观、没有恰当评价，支付了过高的溢价，甚至超过了并购的实际协同效应，导致并购的失败。

(源) 评估并购后企业的新价值

在对协同效应进行仔细评估的基础上，可以更加合理地预计并购后企业集团的经营情况，以尽量精确地评价并购后企业集团的新价值。并购后企业集团的新价值，减去并购前并购双方的价值之后，可得出并购的协同效应的数值，将二者进行分析验证，可以确定协同效应的最终结果。在制订支付价格时，协同效应即为溢价的上限，超出这个范围，只能放弃对目标企业的并购。

(缘) 分析并购的可行性

假设并购方为粤，目标公司为月，并购后的新企业为(粤垣月)，对它们进行价值评估，评估出的价值分别为： $灾_{粤}$ 、 $灾_{月}$ 、 $灾_{粤垣月}$ ，粤并购公司月所需支付的价格为孕。公司判断并购是否可行，首先必须满足两个条件：

① $灾_{粤垣月} > 灾_{粤} + 灾_{月}$

并购后新企业的价值应大于并购前并购双方独立经营的价值，即并购产生的协同效应要大于零。这是并购可行与否的基础条件，否则并购就毫无意义。 $灾_{粤垣月}$ 与($灾_{粤} + 灾_{月}$)的差距越大，并购对双方越有利，实施交易的可能性就越大。

② $灾_{粤垣月} - 原(灾_{粤} + 灾_{月}) > 孕 - 原灾_{月}$

[$灾_{粤垣月} - 原(灾_{粤} + 灾_{月})$]为并购所产生的协同效应，($孕 - 原灾_{月}$)是购买价格相对于目标公司价值来说的溢价部分，此条件表明：协同效应应大于支付溢价。一般情况下， $孕 - 原灾_{月} > 原灾_{月}$ ，购买价格要大于目标公司的价值，否则目标公司不会同意出售，而且，通常公司要支付的溢价可能很高才会和目标公司达成协议。但是，溢价部分不能高于并购所能带来的协同效应，否则并购对公司毫无意义。

对于并购者来说，协同效应与支付溢价的差额越大，并购的潜力越大。公司应

该充分利用谈判技巧，降低购买价格，争取支付的溢价越少，整个并购交易的价值就越高。

判定并购可行后，方可着手实施并购，包括制定价格、谈判签约、筹措资金、支付等具体操作过程。

9.2.2 并购风险控制

并购风险与并购收益相伴而生，并购在为企业集团带来巨大收益的同时，也带来了各种并购风险，如果不予以关注和控制，将会增加并购失败的概率，极大地抵减并购的价值。

并购中的风险多种多样，分类方法也有很多。我们按照并购活动的事前、事中、事后风险，将公司在并购中可能面临的风险分为评估风险、交易风险和整合风险三类。

9.2.2.1 并购前的评估风险

当公司拟通过并购活动来实现自身战略时，需要解决的首要问题便是并购的目标公司是否值得并购、价值几何。解决这个问题的最直接的方法就是进行并购评估。评估在并购活动中的重要地位由此可见一斑。然而，并购的评估是也是一项高风险的活动，由于评估得不准确给公司带来的最直接影响就是在目标公司定价问题上抱有过于乐观的假设，以致支付了过高的溢价，提高了收购失败的可能性。因此对并购评估风险的控制格外重要。从评估风险的成因来看，可以将评估风险分为两类：信息不对称风险和估价风险。

（员）信息不对称风险

所谓信息不对称风险，指的是在收购兼并的整个过程中，并购公司对目标公司的了解与目标公司的股东和管理层相比可能存在严重的信息不对称。主要体现在如下方面：对并购对象的真实盈利状况缺乏深入了解；对并购对象的资产质量缺乏深入了解；对并购对象的或有事项不清楚。

为保证并购交易的“公正、公平、公开”，提高并购作业的成功率，公司对并购对象信息的充分了解是至关重要的。在并购之前，公司需要对并购对象进行尽职调查。这里特别指出的是，在尽职调查的时候要注意以下两点：一是在考察财务事项时，公司除了对目标公司财务报表仔细研究外，还需要依靠各种渠道（如其供应商、客户、当地税务机构、其他中介机构）进行全面的研究，力争了解公司的相对真实情况；二是公司应客观评价自身对并购对象的信息掌握是否充分，存在偏差的可能性有多大，以及不同程度的信息不足对其价值会造成怎样不同的影响，尽量避免因信息不足而造成的损失。

（圆）估价风险

公司在做出并购决策时，必须对本集团的资金、管理等进行合理的评价，以决定自身是否有足够的实力去实施并购。这有利于其与并购后新企业集团的整体绩效进行对比，考察是否产生了财务协同效应。而公司对本集团实力、目标企业价值和财务协同效应进行事前评估时就面临了估价风险。估价风险主要体现在评估技术的

选用、主要参数的预测和协同效应的确定是否有效等问题。

事实上任何一种企业价值的估算方法都有其适用的范围和局限性，所以应根据目标企业的具体情况选择适当的测算方法或测算方法的组合。对不同方法的选用应主要根据收购的动机而定，并且综合考虑目标公司上市时间长短，盈利变化趋势、有无可对比公司等多种因素。在实践中可将各种方法交叉使用，从多角度评估目标公司的价值，以降低估价风险。

对于参数和协同效应的预测方法，既有高度复杂的计量经济预测技术，也有简单直接的预测方法，但不论如何估计，一定要考虑的因素就是在客观的前提下进行，从而提高估计的准确性。

由于企业情况的多样性、复杂性和不确定性，估算的一些假设条件与实际情况或许会有很大差异。因此，企业价值的量化估算方法所能提供的结果充其量只是给出企业价值的一个范围，作为投资价格制定的参考。在实际运作过程中，还需要对影响企业价值的一些主要因素进行充分、详尽的分析。

四、并购中的交易风险

公司对并购对象进行评估后，就要进入并购的实际交易阶段。在这一阶段所面临的交易风险中，最主要的是合同风险和财务风险。

(一) 合同风险

在合同的谈判和签约阶段，并购双方对涉及各自切身利益的问题，如并购方式、并购价格、支付方式、人员安排等进行一番激烈的讨价还价，而讨价还价的结果在很大程度上取决于并购双方的实力以及双方对并购的迫切程度。如果并购公司实力不足或者目标企业对并购的态度冷淡，谈判将是比较艰难的，而结果也往往是并购公司的让步较大。如果目标企业不愿意被并购，还会动员一切力量进行抵制，甚至采取一系列反并购措施进行对抗，这种反并购不仅会使主体企业遭受重创，也往往会使并购失败。

一旦双方经过充分协商后达成一致意见，那么下一步就是合同的签订。而合同一经签订，便具有法律效力，有关资产的产权也随之转移，同时相应的责任也由主体企业承担。在交易条款中，有时就会存在一些“陷阱”，即交易条款风险。当然并不是所有“陷阱”均是并购中的某一方故意而为的，也可能是双方的疏忽造成了重要遗漏。如果在签订合同时，并购双方考虑欠周，则会引发由此带来的合同风险，并导致双方在后期的合作中产生争执。

合同的风险，很大程度上都是交易谈判时埋下的隐患。因此，要控制风险，首先要控制的就是交易谈判的过程。与其他的交易谈判相比，大型企业的并购谈判显得更复杂、不确定性更大。

(二) 财务风险

一般而言，并购行为需要大量的资金支持，即便是承债并购，也不过是把资金支出后移到一定时期而已，这对集团来说意味着较大的财务风险。

公司并购需要大量资金。公司如何利用公司内部和外部的资金渠道在短期内筹

集到并购所需的资金，是并购活动能否成功的关键。由于方方面面的原因，筹集巨额资金有相当的难度。因此，公司在确定了并购资金需要量后，就应着手筹集资金，从时间上和数量上保证并购资金的到位，降低融资风险。

并购活动会占用公司大量的流动资产，从而降低其对外部环境变化的快速反应能力和适应调节能力，增加运营风险。这在现金支付方式中表现得尤为突出。现金支付工具的使用，是一项巨大的即时现金负担，受到公司自身现金头寸的制约。如果公司的现金流量安排不当，使流动比率大幅度下降，从而带来资产的流动性风险，影响短期偿债能力。一般来说，并购完成后并购双方短期内很难产生协同效应、实现并购双方资源共享互补，因此若不事先对此予以关注，将来受流动性风险困扰的可能性比较大。

如果公司采用债务融资方式或者杠杆收购的并购方式，则意味着冒更大的风险。杠杆收购是指并购公司通过举债获得目标公司的股权或资产，并用目标公司的现金流偿还负债的方法。杠杆收购旨在通过举借债务解决收购中的资金问题，并期望在收购后获得财务杠杆利益。一般来说，在杠杆收购情况下，并购公司的自有资金只占所需资金总金额的很小比例（大约 10%~20%），而投资银行的贷款和向投资者发行的高息风险债券则占收购资金总额的很大比例。公司如采用此法收购，由于高息风险债券的资金成本很高，而并购后目标公司的未来现金流量具有不确定性，而杠杆收购必须实现很高的回报才能使企业集团获益，否则企业集团可能会因资本结构恶化，负债比例过高，甚至付不出本息而破产倒闭。因此，杠杆收购的偿债风险在很大程度上取决于整合后的目标公司是否有稳定足额的现金净流量。

3. 并购后的整合风险

公司取得对目标公司的控制权，仅仅是并购成功的第一步，而并购后的整合则是决定能否完全实现并购目标的关键环节之一。并购后的整合能够通过加强优势和弥补不足来增加企业资源的价值，通过减少冗赘提高运营效率，通过履行对利益相关者的义务来保证职责的实现。更为重要的是，整合能够使并购后企业集团中的每个人有一个共同的目标，从而有助于企业员工拥护而不是抵制并购后的组织变革。然而整合过程也存在很大的风险。

并购双方之间的政治斗争会消耗大量的时间和精力，影响企业各项经营活动的展开，斗争的结果往往会有部分高层管理人员离开合并后的企业集团，导致资源的流失；由于文化、管理风格、制度、机会等方面的不兼容，以及高层政治斗争中的权利重新调整，影响部分管理和技术骨干的发展和能力的发挥，结果往往会有一部分骨干离开企业，这也是人力资源外溢的具体表现；每个企业都有一定的文化传统，企业文化一旦形成，就有一定的稳定性和惯性，对外来的文化会很自然地做出抵御的反应，文化冲突不但会破坏组织资源（包括组织凝聚力、组织学习模式、内部组织之间的联结模式）以及组织知识等，而且还会形成不同的利益团体，这些利益团体之间的矛盾冲突强化了整合的难度，其影响将是长时期的、破坏性的，如员工的消极怠工、对制度推行的恶性抵制，严重影响生产的正常进行；企业之间

的并购本来是出于资源互补的需要，但结果可能会由于人员的剥离或人员被动外流，带来战略性资源和能力的流失，给企业带来巨大的损失。所以，从企业实际并购过程来看，并购交易是比较容易的，难就难在并购后的整合管理。波特（~~马基德~~ 波特）在对“财富~~缘五强~~”公司所做的研究表明，由于并购后双方大多不能很好地进行整合，在收购~~缘年~~之后，~~苑~~以上的公司又把这些业务不相关的企业剥离了出去。

因此，对并购整合阶段所隐含的风险若无深刻的认识或未采取有效措施加以处置，会使并购后的企业集团陷入一片混乱之中。

[案例分析] 新中基 愿个月断翅法兰西

新疆中基实业股份有限公司（新中基，~~缘年缘月~~）成立于~~缘年~~，在~~缘年~~源月~~缘日~~挂牌上市，同年进入番茄产业。由于大股东新疆建设兵团的支持，新中基拥有世界上最先进的全自动化番茄酱生产线~~缘条~~，番茄酱年生产规模~~猿万~~万吨，产品全部外销，~~缘年~~年底成为亚洲最大的番茄酱生产基地。伴随着番茄酱产能的迅速提高，公司管理层开始意识到，如何由原料加工型企业转型为国际型企业，已经成为一个关乎新中基生死的问题。

就在此时，法国普罗旺斯食品公司进入了新中基的视线。普罗旺斯公司是法国一家以生产、销售番茄制品为主的食品公司，已有~~缘年~~的经营历史，拥有~~缘个~~知名注册商标及形象设计，其番茄制品在法国市场占有~~源~~的份额，在整个欧洲地区建立了良好的商业信誉。而新中基意在拥有其在欧洲的直接销售网络和一定市场份额的知名销售品牌。因此，~~缘年~~源月，新中基果断出手，以~~苑~~万欧元与法国~~杂普~~公司合资重组普罗旺斯，其中新中基控股~~缘~~。当时，这次互补性的收购在业内普遍被认为很划算，获得广泛的好评。更有媒体评价说，这是新中基迈出从兵团企业转型为跨国公司的第一步，是董事长刘一主持的一场声势浩大的海外并购序曲。

然而，当所有人都等待着序曲后的高潮时，音符戛然而止。~~缘年~~源月新中基发布公告，审议通过了其控股子公司出让股权的议案。法国普罗旺斯食品有限公司~~缘~~的股权，在新中基的胃中打了个滚，还没来得及消化，就自己产生反应。而这一进一出，前后仅隔~~苑~~个月。

究竟是什么原因导致新中基这么快就吐出这块千辛万苦才得到的“肥肉”？首先，与国外的企业谈判时，新中基委托中介机构做全权代表，这种做法是不太明智的：中介机构的专业性往往不如自己强；同时，也不能避免一些中介机构以赚取中间费用为目的，不顾并购后果的行为；当然，还有一些中介机构职业道德虽然没有问题，海外并购的经验却不够。因此，靠别人不如靠自己，只有并购方才有动力和能力对并购对象、市场等作真正的了解。其次，对财务风险估计不足：受国家宏观调控和德隆资金链断裂的影响，新中基融资环境变紧，资金短缺；同时，收购普罗旺斯后，番茄酱产品价格一路下滑，而番茄制品生产又受周期性影响，使新中基不得不垫付大笔的原料采购及其他费用，资金进一步紧张。最后，跨国整合的问题：

由于最初的谈判是由湘财证券担当，新中基并未参与，收购后双方在文化、思维方式、管理理念等方面产生摩擦，员工跳槽在短期内显然难以实现，吞食恶果也就不足为奇了。可见，对并购风险估计准备不足是新中基此次并购失败的重要原因。

9.1 资产重组

9.1.1 资产重组的定义

资产重组是指对各企业的资产边界进行重新划分，对生产要素进行重新配置，通过资产结构的战略调整，提高资源要素的利用率，实现企业资产最大限度的增值。它是企业集团为了实现一定的目标即获取利润及股东投资回报率最大化，充分利用资源以及应对日益激烈的市场竞争而经常采取的一种企业运作方式。资产重组对资源合理配置、产业结构调整及国有经济布局都具有重大意义。

9.1.2 资产重组的三个层面

资产重组包括母公司（总公司）、子公司（分公司）和母子公司（总分公司）三个层面的资产重组。因为三个层面所处的地位和作用不同，所以资产重组的动因和方式也存在着较大差异。

9.1.2.1 母公司（总公司）层面

母公司或总公司在企业集团当中处于神经中枢的重要地位，一方面，它负责企业集团整体的战略部署，对各附属企业进行指导；另一方面，它对各子公司或分公司直接起到示范性作用。同时，企业集团的整体核心竞争力在很大程度上就集中于母公司或总公司层面。因此，母公司或总公司资产配置合理与否，将直接影响企业集团未来的发展。

母公司或总公司资产配置不合理的表现形式多种多样，实行资产重组时应该具体问题具体分析，对症下药。例如，母公司存在着较高业务关联度的某些部门均集供、产、销三大功能于一体，这样就存在大量业务重复、资源浪费的问题，从而使企业运作成本（费用）较高，降低了公司的整体效益。面对这种情况，母公司可以分别成立“供、产、销”事业部，将原来各业务部门重复的资产重新整合在一起，这样往往能收到提高资产利用率的功效。鉴于母公司层面的资产重组与一般公司资产重组存在较大相似之处，而目前介绍单个企业资产重组案例的书已很多，故在此就不再列举案例。

9.1.2.2 子公司（分公司）层面

子公司在整个企业集团中处于战略执行层次中的地位，其经营合理与否、有序与否，将直接影响集团的长期生存和发展。因此，集团公司应该根据市场环境的变化，审时度势，当发现子公司的经营有碍于集团整体战略的贯彻与实施时，就要及时采取相应措施，对其实施有效的资产重组。一般而言，子公司的经营运转与企业集团整体战略不相协调通常表现为以下几方面。

9.1.2.2.1 子公司之间存在业务重复

（1）弊端分析。当子公司之间存在业务重复的情况时，一方面容易引发子公司之间的内部冲突，若处理不当，将会对整个企业产生严重负面影响；另一方面，

也不利于各子公司集中资源优势，发展核心业务。

(圆) 重组方案。为解决以上问题，各子公司实行资产置换或转让，使相同或类似的业务或资产集中由一家公司进行经营，以发挥规模效应，降低成本，提高效益。

(圆) 追求规模效益

(员) 动因分析

当子公司或分公司所从事的是规模效益型行业时，子公司或分公司过于分散将不利于生产规模效应的发挥，进而降低经济效益，影响整体战略的最终实现。

(圆) 重组方案

这种情况下，一般可以采取将子公司整体或部分合并的重组方式，整合内部资源，以追求生产的规模经济效应。

(猿) 寻求协同效应

(员) 动因分析

当附属公司经营的业务存在某种横向或纵向联系，即两者业务存在协同机会，并且这种协同效应带来的收益大于重组（后）成本时，可以考虑对附属公司进行资产重组。

(圆) 重组方案

面临这种机会或困境，可以开展以协同关系为纽带的资产重组，比如将附属公司整体或部分资产进行合并整合。

(肆) 母子公司（总分公司）层面

企业整体作用的发挥在很大程度上取决于母子公司或总分公司两者之间的“联动效应”。可以说，母公司或总公司就好比人大脑的神经中枢，子公司或分公司则好比人的各个功能器官（单位）。人要正常行为，大脑神经中枢和各个功能器官必须协调统一；否则，人表现出来的行为将会“丑态百出”。上升到企业经营的层面，如果母子公司或总分公司之间不能发挥应有的“联动效应”，两者上下脱节，附属公司各自为政，必将严重影响整体战略的实现。

一般而言，阻碍母子公司或总分公司之间联动效应的发挥通常是以下情形：母公司“架空”，子公司“失控”。

(员) 弊端分析。当母公司或总公司被“架空”以后，就失去了对各个子公司或分公司的有效控制，整体战略就难以在各子公司或分公司层面得以贯彻，从而使企业成为一盘散沙。

(圆) 解决方案。要扭转母公司被“架空”的不利局面，在母子公司之间实行资产重组进而对母子公司之间的权责利进行重新调整就显得非常必要。大致可以按照如下思路进行重组：对全资或控股子公司可以通过撤换管理层的方式来收权利，也可以视实际情况撤销子公司或分公司的法人资格；对参股或联营企业可以采取变更持股比例的方式进行，要么通过收购或增资扩大持股比例成为控股股东，要么选择退出。

摇摇摇摇紧缩与整合社会资源

摇摇摇摇公司紧缩的必要性

众所周知，“大”只是企业发展的手段，“强”才是企业发展的终极目标。顺应大势的增容和有的放矢的紧缩，都是公司正常的调整行为。全球伙伴研究公司总裁詹姆斯·穆尔发表的“商业生态系统”理论颇有新意。根据这个理论，各个企业自成一个“生态系统”，企业群体构成更大的“生态系统”。“商业生态系统”需要照料和更新，兼并就好比是系统的增容更新，紧缩则好比物种的优化组合。显而易见，公司并购与紧缩可以并行不悖。

公司紧缩好似人体减肥，要去掉臃肿失效的部分并把淤积的脂肪转化为能量，以求得更灵活与更合理的组合，是公司“强身健体”的有效途径。公司紧缩的必要性主要体现在以下两个方面：

摇摇解决“器官”的超负荷运转

一个公司的技术实力、市场能力、资金实力、知识积累能力和管理能力等是决定这个公司应该有“多重”的基础因素。当感觉到企业这些“器官”超负荷运转时，特别是“外部营养”的来源——市场——不能给公司提供足够养分时，就应该考虑公司的“减肥”问题了。太多集团的失败，是因为无限制扩张所引起的，而它们又对自己“器官”的负载能力估计过分乐观。

摇摇提高反应和应变能力

有一个形象的比喻：恐龙灭亡，是因为它的身体同脑子相比变得越来越大，其神经通路的传导作用越来越迟钝。公司也一样。是否具备快速反应和灵活应变的能力，决定着公司的生死与存亡。人所公认的全球竞争的法则，历来都是快的击败慢的，勤于发明的战胜懒惰的。企业要实现“快”与“勤”，就必须经历紧缩这一关。

由此可见，通过紧缩，可以提高企业管理、决策与生产的效率，实现真正意义上的经济优化。在世界经济全球化、管理与生产信息化的时代，巨型的跨国企业集团日益增多，适当紧缩对巨型企业集团而言具有特别的意义。伴随着现代信息技术的发展，裁员已经开始成为很多公司的选择，波音公司、瑞士银行等都加入了这一行列。公司的“减肥”日渐成风。

摇摇摇摇公司紧缩的措施

公司紧缩既不能为了减少成本，举起大刀一路砍过去，不管三七二十一，不光减去对企业无用的“赘肉”，甚至减去了企业的骨头和神经；也不能紧抱着“减员”不放，忽视其他。事实上，公司紧缩未必一定要减少开支，而主要目的应该是减掉那些不能产生效益的因素。裁员只是紧缩的一种，对人员和机构做调整、把不该花的钱放到该花的地方，也是一种紧缩方式。如果能把“肥肉”转化成“肌肉”，即便体重没减，企业的身体素质也会提高，集团也会变得更加强大。常见的

紧缩主要从以下几个方面进行。

一、组织减肥

1. 检测组织是否肥胖的指标

企业集团随着经营规模的扩大而日趋复杂，横向联系与上下沟通管道发生阻塞。因此，透过员工意见反馈与问卷调查，将更明显表露出此种病症迹象。而用人费用的增大与每人纯益金额的减少，将可列为集团减肥的重要指标。

2. 强健组织的具体对策

(一) 建立有效运作的系统型组织

系统型组织是在组织全系统下由多个子系统构成，各子系统是由部、科工作单位所编成的，各子系统均具有一定的目的及机能，必须相互调整，发挥棒球比赛的自动补位功能。与系统型组织相对的是人海战术型组织。人海战术的组织强调上司与部属之间的命令贯彻，适合于技术层次要求不高的公司。相比之下，系统型组织更强调子系统之间的横向联系协调沟通，在经营环境迅速变化的今天更为适用。

系统型组织的功能如下所述：

- ①业务的推动与情报的交流，促进横向联系管道的畅通。
- ②管理者的监督范围扩大，例如过去人海战术型组织的层级为总经理→经理→处长→科长→副科长→组长→班长，层层节制，沟通管道偏重直线联系。而改用系统型的组织时，为达成系统的目的及机能，由各子系统有关人员，包括管理及技术人员召集开会，集思广益，共同研拟具体对策。
- ③组织的目的及机能非常明确，排除过剩及不必要的工作。
- ④打破组织与组织之间的本位主义。
- ⑤彻底执行分层负责，授权委让。
- ⑥透过横线的紧密联系，共同激发新制品的开发，新营业方针，新的情报系统，新的物流系统等创新求变的改革措施。

(二) 有效运用利润中心，事业部制，项目小组等扁平化组织

利润中心，事业部制及项目小组与工作团队等扁平化组织，是组织减肥的有力武器。以项目小组为例，它是为新产品的开发，新工作计划，新客户开发等项目达成目标临时编成的小组活动，排除了年资深浅及本位主义的偏见。如新产品开发的项目小组，所构成的人员包括研究所、工厂的生产部门及营业部门与企划室等单位，充分发挥组织系统化的机能主义，在新产品开发的初期阶段，以研究者及技术者居多，而迈入商品化的阶段时，则有更多的人员参与，包括广告单位。达成其目的后，此种项目小组就自动解散了。

项目小组具有下列的功能：

- ①为了要达成某一项目的，召集有关部门诸如生产、营业、财务、资材等部门人员临时编组，打破以往本位主义的陈旧观念，即每个项目都是仅在本部门领导下开展的模式。
- ②现有的产品如需设计改善可依赖原有的设计部门而无需另行编成

作。奖励制度决定了员工与组织如何双赢。组织奖励可以有形的，也可以是无形的。有形的奖励包括金钱与额外奖赏，例如旅游或特别的活动。无形的奖励包括赞美、肯定、安全感与归属感。真诚、持续、值得信任的无形奖励，通常比有形奖励更有影响力。

(源) 重新规划工作

重新规划工作有助于精简员工。重新规划工作，使每个人的工作丰富化（~~蹀躞~~ 藻藻毛藻）和扩大化（~~藻藻毛藻~~ 藻藻毛藻），有助于提高员工的工作绩效。改实行扁平化的组织架构，或将责任分摊到较低层的员工身上，有助于加速决策过程，使之尽可能做出正确的决策，从而实现透过组织制度精简人员。通过机器设备自动化的引入，直接大幅削减用人费，而且由于各工程的运转均采用自动化机械，更能减少颇多不必要的检查工时，使产品合格率大为提高。

公司还可以借重新规划工作来改变员工。目标和方针的改变，也等于修正了工作内容。若公司重新界定工作内容与行动，也就改变了对员工期望的导向。例如，组织可能以团队工作的形式，来取代个人工作的模式，因为客户希望同时得到多方向的服务。

藻藻毛藻 文化减肥

藻藻毛藻 文化减肥的困难

组织文化就像是组织的基因，它会形成一些不成文的规则，让组织决定要如何定位自己。文化决定了某些议题的重要性，例如客户满意度、诚实度、授权、肯定、学习、敏捷度、竞争、公司政策、时下的管理方式、卖力工作、控制成本、短期财务目标、重点、风险接受度以及团队工作等。组织对上述各议题的重视程度，会显现在价值观和工作形式与风格上。不适当的价值观与工作形式与风格，都会导致胖嘟嘟的组织文化。

肥胖文化本身就有一种惯性，并不容易改变。一方面，文化肥胖的公司会自认为自己做得很好，看不到自己的盲点，而外在环境也没有客观的标准来告诉公司什么时候的文化叫做肥胖；另一方面，尽管有的时候公司已经察觉自己发胖了，但是由于员工乐于享受胖嘟嘟文化所带来的利益而不愿意改变现状。毕竟文化影响员工，也只有员工才能影响文化。组织文化的未来是胖是瘦，完全操纵在员工的手上。

藻藻毛藻 文化减肥的具体对策

(员) 建立组织文化的目标

不管组织是环肥还是燕瘦，都必须设定组织文化的目标，并决定该目标要修正还是维持下去，这些都是不容易的工作。组织文化是否以客户为重？是否尊重员工？愈来愈多样化的客户需求，是否必须以分工式的工作形式与风格来对应？组织文化的目标应当根据组织目标决定。

(圆) 传达组织喜好的价值观、工作形式与风格

组织文化的目标需要重复而坚定地不断传达。传递组织文化的方式有很多种，

包括领导人的公开演说，主管指导部属、员工之间的日常活动，以及员工与他人的互动。当让组织展现强健实力与英雄们受到奖励时，强健的价值观、工作形式与风格就会成为组织精神的一部分。一旦强健的价值观、工作形式与风格受到赞扬时，肥胖的价值观就会被质疑与扬弃。

（猿）将组织所希望的文化融入个人行动

组织的政策与行动必须一致。如果组织言行不一，就会让员工产生嘲讽的心态。如果组织的言行一致，则其价值观就会愈来愈受到强化，并达到广为宣传的效果。事实上，如果员工无法真正落实强健的组织文化，则组织文化就无法长久维持强健的状态。要彻底改变组织的文化，必须依靠员工身体力行。

（源）奖励增强组织文化的行为

强健的文化会奖励强健表现的行动。组织褒奖那些落实组织文化的价值观、工作形式与风格。对企图减肥的肥胖组织来说，必须奖励强健的文化模式，扬弃肥胖的文化模式。

[案例分析] 波音的瘦身运动

作为世界上最大的航空公司，波音公司在航空史上影响巨大。它是世界上最大的商用喷气客机和军用飞机的制造商，同时也是美国航空航天局（NASA）最大的承包商以及美国最大的出口商，公司年收入达 200 亿美元。经过 60 多年的发展，波音公司已经成为一个业务涉及 150 个国家，并有超过 100 万人员为其服务的集团公司。在波音永不停歇的脚步中，并购起了非常重要的作用。1987 年，波音公司收购了洛克韦尔公司的防务及空间系统分部，1997 年波音公司与麦道公司合并，2000 年，波音收购了休斯公司的航天和通信业务分部。至此，波音公司的业务涉及商用飞机、航空和通讯设备，军用飞机和导弹、分享服务，这些业务使波音公司在航空和防御市场上保持领先地位。

对于波音公司这种制造型的企业来说，并购带来了业务量的扩展，但并购也使原来不同的公司加入到一条供应链中，给整个公司的生产流程管理带来了问题。“我们的供应链一直存在着一个问题，即原来不同公司供货的同一家供应商的零件，现在对波音公司而言应是同一条目，但却常有不同的编号。”事实上，波音公司每年要花费 100 亿美元购买零件和原材料，对一些通用件如挤压件、扣件和电联结器，公司的类似设备有上千种零件可供选择。由于波音公司的设计标准十分繁杂，而且内部客户参与变化过程之中，所以对于波音公司来说，重复的零件编号，不仅意味着公司效率的降低，同时带来巨大的成本浪费。

2001 年对于航空业来说无异于是一场噩梦。“9·11 事件”的重击，对这个本来已经步履蹒跚的行业来说无异于雪上加霜，波音公司也难逃厄运。恐怖事件后，作为波音主要客户的各航空公司的运输业务萎缩，航空公司对飞机的需求大幅减少，这一切直接影响到波音公司的业务。为了应对不景气的市场环境，降低成本成为波音公司的必然选择。

除了延续公司大规模的裁员之外，波音公司还尝试新的供应链管理系统。首

先，波音公司在企业范围内建立了一个关于标准商品和原材料的完备数据库，波音公司的工程系统将使用这个数据库来选择零部件。而在过去，设计者们只能依赖互联网来寻找一项工作的正确零件，然后再创建一个新的零件编号。同时，一个负责标准规范的小组也将对原有的供应链进行改造，来确认和减少零件的重复编号。这样，波音公司在实现供应链上的协同商务的同时，优化了企业运作模式，从而实现了整个行业的电子商务化。

对于波音公司来说，这次对供应链系统的改造，不仅帮助公司解决了生产管理上的问题，更为重要的是帮他们节省了一大笔钱。据波音公司自己的保守估计，这项投资的回报率将高达 20% 以上。仅高级类产品一项，波音公司就能节省 1 亿美元到 1.5 亿美元。使用新系统后减少了几十万个重复的零件编号。

企业减肥成功的例子远不止波音公司一家。现在越来越多的企管顾问都开始大力鼓吹减肥的做法。然而，我们必须认识到，“减肥”并非“万能药”，如果公司减肥的策略不恰当，其结果非但不能达到预期目标，还可能会有副作用，导致公司“减肥”之后变得更加羸弱。

源 整合社会资源

源 业务外包的理念

业务外包又称资源外包，它是将一些传统上由企业内部人员负责的非核心业务以外加工方式外包给专业的、高效的服务提供商，以充分利用公司外部最优秀的专业化资源，从而降低成本，提高效率，增强自身竞争力的一种管理策略。业务外包结束了自给自足的组织模式，把非核心技术工艺的大部分业务分包给别人，而在核心技术上区别于竞争对手，这已成为全球成功企业的共同做法。

业务外包推崇的理念是，如果我们在企业的“价值链”中的某一环节上不是世界上最好的，并且也不是自己的核心竞争优势，同时这种活动不至于把我们与客户分开，那么应该把它外包给世界上具有核心竞争优势的企业去做，这样有利于企业更多地创造价值。也就是说，首先要确定企业的核心竞争优势，并把企业内部的智能和资源集中在那些具有核心竞争优势的活动上，然后将其余的业务外包给最好的企业。

由于企业的能力与资源多寡各有不同，如今，没有任何公司可以什么都做而且都做得好的。所以必须集中资源与力量，选择一个或几个力所能及或专长的领域，并在该领域形成技术优势和规模优势，成为该领域的领导厂商，否则，只有退出该领域，将此业务外包给其他厂商。经济学中有一个“木桶原理”，它指出，木桶的最大盛水量不是由组成木桶的最长的桶板决定的，而是由最短的桶板决定的，要增加木桶盛水量，必须将短木板加长，企业的竞争优势的决定也符合该原理。企业竞争能力的大小是由所有生产要素中最薄弱的要素决定的，企业自己要将每个薄弱要素都做到和最好的一样好是不太可能的，外包就是一种很好的解决方案。它将企业这个“桶”打散，将那些“短板”抽出，由外面的“长板”替代，然后再将自己的和外面提供的所有长木板捆绑在一起，这样，企业的竞争能力就和最长木板决定

的容量一样了。由于“外包”企业比非“外包”企业减少圆猿的财务麻烦，使欧美企业“外包”规模年增长率达到猿豫。高技术企业，特别是信息技术企业的“外包”比例是最大的，几乎占总“外包”的猿豫，属于制造业务的“外包”占圆豫，人们预测几年后高科技企业将会达到缘豫。

业务外包的发展将对我国传统的经营理念产生强烈冲击，对我国企业经营调整产生影响。我国许多企业的经营理念仍是建立在“自力更生”的基础之上的，以标榜“小而全”、“大而全”感到自豪。对自身利益的考虑和对别人的不信任，也使得我们往往是自己能做的事情要自己做，哪怕自己做得不好，自己做的费用比别人多得多也要自己做。

圆 影响业务外包的主要因素

企业在开展业务外包时主要考虑四方面的因素：

(员) 财务方面。财务方面的考虑是选择外包的主要原因，外包可以削减开支，增强成本控制，同时外包供应商的专业化程度较高，能够达到规模经济，因而注定成本更低、效率更高。从经济学角度上讲，能够增加全社会的财富。

(圆) 技术方面。外包可以改善技术服务，提供接触新技术的机会，使企业内部人员能够更注重核心技术活动。通过业务外包，企业可以将价值链中的每个环节都由世界上最好的专业企业完成。

(猿) 企业战略方面。业务外包既可以使企业特别是大企业能够适当缩小规模或停留在较小规模上，保持敏捷性，克服由于规模经济所产生的大企业的常见弱点；又可以提高管理效率，使经营管理者可以从日常事务工作中解脱出来，考虑企业的战略发展业务。例如微软公司的技术也是通过业务外包的方式来实现的。

(源) 业务方面。业务外包可以让企业注重核心业务，专注于自己的竞争优势，这也是业务外包的最根本的原因。按照现代管理理论的观点，任何企业中仅作后勤支持而不创造营业额的工作都应外包。外包既可以将自己的全部智能和资源专注于核心业务，又可以获得更高效率、更低成本的专业化服务，可以从总体上降低企业的运作成本，提高运营效率，同时还可以转嫁风险。由于技术成本和复杂性正在增加，技术变化非常迅速而市场又非常容易失去，企业投资于非自身竞争优势的业务领域存在巨大的风险，最好的办法是将风险转嫁给外包供应商。

猿 企业实施业务外包的步骤

企业实施业务外包，通常需要经过三个阶段：

第一阶段是企业的内部分析和评估。在这一阶段企业的高层管理者主要是确定外包的需求并制定可供实施的策略。要从外包中获得效益，企业的最高决策层必须采取主动的态度，因为只有最高决策层才具有外包成功所必需的视角和推动改革的力量。例如在制定外包策略时，就要考虑如下问题：明确企业的经营目标和外包之间的联系；明确企业中哪些业务领域需要外包，通过外包能为企业带来什么好处；与企业员工进行开诚布公的沟通，因为能否取得员工的支持对能否顺利实施外包至关重要。

第二阶段的任务是评估企业自身的需求，并选择生产或服务的提供商。企业的

高层管理者听取来自内部或外部专家的意见，在综合各方面的意见之后，写出详细的书面材料，其中包括商业信誉、质量要求、交货期、服务等级、需要解决的问题、价格以及详尽的需求等。实行业务外包，制定一份阐明预期成果的文件是必不可少的，与此同时，还应当考虑会发生的变化和潜在的问题，并商定一个处理这些变化和问题的程序。这样才能保证业务外包健康进行，收效显著。在这一切都准备就绪之后，按照自己的需求去寻找最合适的厂商并签订合同。

第三阶段就是外包的实施和管理阶段。给管理人员灌输新的思维方式，业务外包并不意味着某项工作不重要，外包也不是放弃责任，作为外包方在本阶段要保持对外包业务性能的随时检测和评估，并保证与提供商的及时沟通。同时，企业应按照实行业务外包的新要求，对过去传统的营销关系结构、管理结构进行必要的调整，调整不但包括与承包商及通过承包商与广大客户的关系调整，也包括对内的业务外包专门管理和对外的业务外包专项管理的调整。特别是在人才资源管理上，既牵涉到利益关系结构调整，又牵涉到管理结构调整。另外，既需要合同和商业信誉维系双方的利益，也不应忽视双方之间的充分沟通、理解、协调和建立相互信任，因为任何合同条款不管有多详细，都不能穷尽外包服务过程的全部问题，这就需要双方经常进行有效沟通，对这些问题予以特别重视。

[案例分析] 耐克的核心业务选择

20世纪 70年代初期，阿迪达斯（~~粤译音~~）在运动鞋领域独占鳌头。70年代中期，急转直下的形势使阿迪达斯公司大跌眼镜，耐克展现出超凡的赶超态势。

事实上，耐克的大突破出自 1974年的“夹心饼干鞋底”方案。它的鞋底上的橡胶钉使之比市场上出售的其他鞋更富有弹性，夹心饼干鞋底的流行及旅游鞋市场的快速膨胀，使耐克公司 1974年的销售额飞速上升。及至 20世纪 80年代，耐克的产品已经统治了年轻人市场。当今耐克公司的年销售额早已突破 100亿美元，并成为行业的领导者，占有运动鞋市场 1/3的份额。

耐克的成功源于它对核心业务的准确辨别，以及自主执行能力的有力支持。耐克公司强调三项核心业务：（员）研究和技术改进；（圆）风格式样的多样化；（猿）稳健而行之有效的市场策略。非核心业务则果断地采取业务外包的策略。

耐克公司有近 1000名雇员从事研究和开发工作。研究和开发活动包括人体运动高速摄影分析，对 100个运动员进行的试穿测试，以及对新的和改进的鞋和材料的不断试验和研究。在营销中，耐克公司为消费者提供了最大范围的选择。它吸引了各种各样的运动员，并向消费者传递出完美的旅游鞋制造商形象。这种强劲的实力与其核心业务相适应，从而增强公司的核心竞争力。

源源际约与再融资

源源际约的定价与折价

首次公开发行的股票在我国通常被称为“新股、原始股”。所谓首次公开发行

(~~即指首次公开发行的股票~~) 是指符合发行条件的发行人, 第一次向社会公众投资者公开发行业券(通常是普通股)的行为。在国外亦被称为无前例发行(~~即指首次公开发行的股票~~)。

1) 新股的定价

新股定价是指在新股进入市场之前的定价, 是对即将进入市场的股票价值的事前判断, 是一种不完全信息条件下的博弈行为, 这就决定了要十分精确地确定新股发行价格是相当困难的, 也是不太现实的。然而新股发行价格的确定是新股发行中最基本和最重要的环节和内容, 新股发行价格的高低决定着新股发行的成功与否, 也关系到各参与主体的根本利益, 并影响到股票上市后的具体表现。

对发行人而言, 发行价格的高低直接决定其筹集资金计划的完成情况和发行的成本, 而且也影响公司的未来发展; 对承销商而言, 发行价格的高低决定了它的成本效益水平; 对投资者而言, 发行价格既是投资欲望转化为现实的决定因素, 同时又是投资人未来收益水平的决定性因素。

发行价较低时, 新股发行较容易、顺利, 然而若发行价过低, 则可能损害原有股东的利益, 而且募集资金量少, 发行公司的筹资需求难以满足, 不利于公司的长期发展; 若发行价过高, 则增大承销商的发行风险和发行难度, 并且也会增大投资者的成本, 抑制投资者的认购热情, 从而最终影响到发行公司的筹资需求。

2) 新股定价的基本原则

新股定价的基本原则主要有四个:

第一, 内在价值原则。股票价格是对未来收益的贴现值, 若股价不能反映股票的内在价值, 或者说, 股票定价与股票内在价值的偏离度过高, 就可以认为该股票一级市场的定价机制存在一定的偏差。股票的发行价格应该反映股票的内在价值, 一般可用现金流贴现法、相对估价法、经济附加值法等进行计算。

第二, 市场化原则。股票的发行价格应以市场化取向为原则来确定, 充分反映市场的供求关系, 使股票的供给和需求达到均衡, 以准确地反映市场对股票价值的认可, 也就是说, 股票发行价格应考虑发行时整体股票价格水平、供求状况等, 兼顾各方利益。一方面, 新股发行定价必须考虑满足发行人筹资需要。筹集企业所需的资金是发行人发行新股的目的之一, 因此, 新股发行定价应考虑发行人的筹资需要, 最大限度地满足发行者的筹资需求。若新股发行价格过低, 在发行量不变的情况下, 则企业筹资规模会比较小, 这不仅损害了原有股东的利益, 也不利于公司成长。另一方面, 新股定价必须考虑投资者和承销商的利益。出于投资成本考虑, 投资者希望新股价格低, 若新股发行价格太高, 将会增加其投资成本, 打击其投资信心, 同时也增加了承销商的发行责任和风险, 给二级市场增加压力, 从而损害上市公司的形象, 降低上市公司再次增资扩股的能力。一般来说, 定价是否合理, 在股票上市后一段时期即能表现出来, 大幅度地涨落均系不正常, 上涨 ~~缘~~ ~ ~~因~~ 通常被认为是比较正常的。如果定价不留余地, 则股票上市后在二级市场的定位将会发生困难, 影响公司的声誉。因而新股发行价格的确定要注意给二级市场的运作留有

适当的余地。

第三，符合国际惯例与我国国情相结合的原则。一方面，证券市场的发展有其内在的规律和基本模式，我国证券市场也必须遵循这种规律和模式，因此我国股票发行价格的确定应引进国际惯例，尽量与国际通行做法相一致，以便于保持可比性。另一方面，我国的经济发展和证券市场的发展都有其特色，与发达国家的证券市场环境明显不同，尤其是我国的证券市场建立不久，与其他成熟的证券市场相比，仍然存在许多不足，某些市场信号并不能反映真实情况，加上我国股份制企业的特殊性（改制设立），所以价格制定要在符合国际惯例的条件下，照顾到我国的具体情况，不能盲目照搬。

第四，定性与定量相结合的原则。股票价格由于其特殊性，其构成因素有许多无法确定或很难确定，因此在价格制定中，应充分考虑影响新股的可量化因素和不可量化因素。对可量化因素进行定量分析，而对不可量化因素则进行定性分析，将定量分析和定性分析有机结合起来才能准确地制定价格。

股票发行价格受到国家宏观经济环境、企业行业特点、公司财务状况、公司基本情况等各方面因素的影响，因此，新股定价是一个比较复杂的系统工程，需要价格制定者运用定价原理，结合企业的实际情况，综合考虑市场环境，经过科学的定价程序，才能得到一个相对合理的发行价格。

圆) 新股定价的评判标准

评价新股发行定价的好坏，首先要看新股发行价格的确定是否遵循了上述新股定价的原则，因为这些原则是新股合理定价的前提和基础，通常只有遵循了上述原则，所确定的新股发行价格才较为科学、合理。

新股发行定价的好坏，最终还是需要用未来的实践加以检验，即用发行成功与否来检验。发行成功了，就可以认为定价是合理的；发行不成功，无论多么完美的定价理论得出的定价也不能被认为是合理的。但怎样才是“发行成功”，国外的标准较为简单，主要是考察上市首日的股价上涨幅度，若上涨幅度介于缘豫~圆豫之间，则认为发行成功；若上涨幅度小于缘豫，则认为 圆豫定价偏高，发行不成功；若上涨幅度大于圆豫，则认为 圆豫定价存在明显低估的现象。

根据我国资本市场的状况，如果新股定价满足以下条件，则定价较合理：

(员) 发行公司能够据此价格按计划顺利筹集到理想的资金数量，这就说明投资者对新股定价是基本认可的。

(圆) 承销商不存在被动余额包销行为。所谓被动余额包销，是指承销商没有将股票完全发售出去而不得不包销余额的行为。余额包销一方面意味着新股发行价格过高，不被市场认可，另一方面余额包销不仅要占用承销商大量资金，而且也可能导致承销商成为发行公司最大的股东，造成股权结构不合理，发行公司甚至会受到承销商的干预等。

(猿) 在所确定的新股发行价格下，新股上市首日涨幅在源豫~远豫之间，若低于源豫，则认为 圆豫定价过高；若高于远豫，则认为 圆豫定价存在明显低估的

现象。这一标准考虑了我国的新股上市首日涨幅平均达 50% 以上的现实和国外的成功经验。当代著名投资家、美国金融学教授阿科波尔 (Akerlof) 认为, 新股定价在比真实市场价值低 10% ~ 15% (即折扣率) 的水平上, 会刺激投资者的投资欲望。

猿 新股定价的程序设计

按国际通行做法, 新股发行价格的确定一般分两步: 一是进行股票估值或公司估值。对发行公司进行估值, 国外有多种成形的理论和模型, 如现金流贴现模型、经济附加值模型、相对估价模型等, 这种估值必须建立在对发行人的深入了解和对行业进行全面分析的基础上, 主要目的是确定股票的内在价值, 新股发行价格就是以该价值为基础确定的; 二是发现股票市场价格。这种价格的发现主要是建立在充分的询价和竞价机制上, 其中竞价制中具体定价方式有多种, 包括网上竞价、网下竞价等。只有将股票价值发现和价格发现结合起来, 最终才能得出合理的市场化的发行价格。

参照国际上的新股定价流程 (程序), 结合我国证券市场的具体情况及实践经验, 我国企业新股定价可分为以下几个步骤进行:

第一, 应用定价模型计算出新股发行理论价格。选择股票估值基本指标, 应用定价模型确定新股发行的理论价格, 是新股定价的整个过程中最为关键、最为复杂的一环, 所确定的新股发行价格不仅是整个新股定价过程的基础, 而且在以后步骤中对新股发行价格的修改和调整产生影响。

第二, 对发行公司的特殊性因素和其他不可预见性因素进行适度调整。新股发行公司必然存在一定的特殊性因素, 通过一些单纯的指标或模型计算所确定的新股发行价格或价格区间, 难以包含所有关于发行人、承销商等的信息, 比如特殊的股本结构、表外资产、不可计量的债务等。

一般情况下, 在步骤一所确定的新股发行理论价格基准的基础上, 还需要根据发行公司的特殊性和其他不可预见因素, 对新股发行价格进行适当的调整。在实践中, 可以根据事件影响方向, 主观地调高或调低定价、扩大或缩小定价区间。实施该步骤的质量效果, 主要取决于承销商在事前对公司、市场所进行的调查与分析的质量, 而对新股发行价格的具体调整幅度, 则更多地取决于定价人员的经验与判断。

在特殊的证券市场环境下, 一些不包含在新股发行理论定价指标中的不可预见因素, 往往也会对新股的市场定位产生极大的影响, 从而导致最终的市场定价远远偏离所计算出的新股发行理论价格。这些不可预见因素主要包括二级市场可能出现的突发性变化等。某些政策性因素也会对市场产生极其深远的影响。

第三, 通过路演、询价、竞价等办法, 最终确定新股发行的理论价格。运用固定价格、累计订单或混合定价方式, 将经过第二步调整后的新股发行价格或价格区间通过路演、市场询价等, 获得投资者认可的同时, 充分了解市场需求和评价, 从而最终确定新股发行价格。在竞价方式下, 将经过第二步调整后的新股发行价格或

价格区间作为竞价的底价，通过法人、中小投资者或两者共同竞价，按照事先确定的竞价规则，最终确定新股发行价格。

（四）IPO 的折价

IPO 的折价是指一个股票在首次公开发行（~~中国首次发行的 IPO~~）后，第一天的收盘价格远高于发行价格的现象。IPO 的折价现象是目前理论和实践中公认的难题，在学术上，有从各种不同角度解释的理论；在实际上，各个国家发行制度和发行市场本身都存在着差异。中国 IPO 的折价问题的特殊之处在于：中国 IPO 的折价远远高于其他国家（包括发达国家和发展中国家）。

IPO 的折价理论主要包括：非对称信息理论、对称信息理论和分配理论。

（一）IPO 的折价非对称信息理论

IPO 的折价的非对称信息理论认为 IPO 的折价的关键在于 IPO 的发行人、承销商和投资者之间存在非对称信息，从非对称信息角度解释 IPO 的折价的理论主要有四种：信号传递理论、逆向选择理论、信息显示理论以及委托代理理论。

（1）信号传递理论

信号传递理论的基本观点认为，由于发行者与投资者之间存在信息不对称，投资者在购买一级市场股票时会面临柠檬市场问题：只能买到质量较差的企业的股票。因此，为了解决柠檬市场问题，高质量企业故意折价销售，以显示自己的质量。辛茨曼（~~1983~~）模型的基本结论是，一级市场存在两类发行企业，高质量企业和低质量企业，发行者自己知道质量而投资者不知道其企业质量。当一级市场价格平均价格时，投资者只能买到质量较差的企业的股票。为了与低质量企业相区别，高质量企业折价销售他们的股票，以显示他们是高质量企业。而当市场投资者知道他们是高质量企业后，高质量企业则可以利用续发股票的方式获得收益，以弥补初始折价销售股票的损失。低质量企业也可以模仿高质量企业的战略。但是即使低质量企业模仿高质量企业的定价，市场上的投资者也有一定概率发现他们是低质量企业，低质量企业模仿高质量战略总是存在较大的成本。所以，高质量企业通过折价能与低质量企业相区别，显示企业质量。

（2）逆向选择理论

逆向选择理论的基本观点认为，一级市场的投资者之间存在信息不对称，部分投资者了解企业质量，而部分投资者不了解企业质量。处于信息弱势的企业在一级市场竞价时，面临“赢者的诅咒”问题，仅仅买到一级市场上质量较差的企业的股票。为了让处于信息弱势的投资者购买股票，发行企业只能折价发行股票。~~1983~~（~~1983~~）证实了模型化发行市场“赢者的诅咒”的想法。基本观点是：一级市场存在两类投资者，一类为信息优势的投资者，清楚了解企业未来现金流状况，一类是信息弱势的投资者，不知道企业未来的现金流状况。信息弱势的投资者购买一级市场股票，往往主要购买到质量较差企业的股票，导致损失。为了鼓励信息弱势投资者购买，弥补其可能的购买损失，发行者只好折价发行。在 ~~1983~~模型的基础上，~~1983~~和 ~~1983~~（~~1983~~）考虑了承销商声誉对于折价的影响，其基本观点

是：声誉好的承销商出于自身声誉的考虑，只会选择承销那些质量高和风险小的企业的股票。于是，承销商的声誉机制则会起到筛选作用，降低投资者的风险。所以，承销商声誉可以减少一级市场上投资者之间的信息不对称，减少发行折价。

（猿）信息显示理论

信息显示理论的基本观点认为，发行者（承销商）与投资者之间存在信息不对称，发行者不了解投资者的购买意愿。为了让投资者自己显示自己的购买意愿，发行者必须利用分派股权的权利和定价的权利，对于显示很强购买意愿的投资者进行补偿，折价销售。詹森和迈克林森（1985）的信息显示模型证明固定价格销售或者折价销售是最优的。基本观点是：由于信息不对称的存在，为了使购买意愿较大的投资者如实报告自己的购买意愿，必须对他们支付信息租金。如果仅仅利用固定价格发行股票，则发行者不能充分利用在给定信息结构下的信息，可能不能实现收益最大化；如果利用增广的价格机制，即在固定价格机制之前再加一个廉价交谈，则发行者能够实现最优机制设计的结果——收益最大化。其基本原理在于，在第一阶段，发行者和投资者各自报价，第二阶段，发行者根据投资者的报价确定发行价格和哪些投资者获得购买股票的权利。由于第一阶段投资者的报价仅仅影响是否有权购买股票，所有的投资者都会如实报价；在此基础上，发行者根据第一阶段投资者的报价，可以确定最优价格，实现最大收益。

（源）委托代理理论

委托代理理论的基本观点认为，发行企业和承销商之间存在信息不对称，发行企业无法观察承销商的努力，因此，为了让承销商努力，必须允许承销商折价发行股票。罗斯（1980）模型认为承销商与发行企业存在利益冲突，承销商更加在乎自己的声誉以及发行是否能够成功，而发行企业关心发行收益的最大化。同时，发行企业的利益与承销商的努力正相关，并且发行企业无法观察承销商的努力。因此，为了激励承销商努力和获得相应的发行收入，有必要允许承销商折价销售。配泽斯和坎普顿（1983）对罗斯（1980）的委托代理的折价理论实证检验发现，如果发行者和承销商之间信息不对称为零时，则相应的折价水平比较低。他们考察了美国 1980—1985 年之间，整个投资银行自己在一级市场发行股票的折价情况，发现投资银行自身在一级市场发行的股票折价程度大于其他类型的股票折价。配泽斯和坎普顿（1983）在罗斯（1980）的想法的基础上，结合罗斯（1980）的想法，认为 1980 的折价取决于发行者折价的激励，而发行者的激励与发行者参与 1980 的程度负相关；1980 的折价有利于促进 1980 的销售，降低 1980 的销售成本，而 1980 的促销可以降低市场的不确定性和风险，从而降低折价，因此，1980 折价与 1980 的促销是相互替代的。在罗斯（1980）的模型基础上，配泽斯和坎普顿得出 1980 的营销成本是发行者参与 1980 程度、不确定性以及股票的稀释程度的递增函数，1980 的折价水平随着 1980 的营销成本的增加而减少，随着发行参与 1980 的程度的增加而减少。

摇摇圆) 隧酌折价的对称信息理论

隧酌折价的对称信息理论从对称信息角度解释 隧酌折价,认为 隧酌折价关键在于法律成本和市场交易成本,从对称信息角度 隧酌折价主要有两种理论,法律成本理论和市场交易理论。

(员) 法律成本理论

法律成本理论的主要观点为,一级市场发行价格较高时会导致事后更高的可能性卷入法律的官司,为了避免法律官司和保险的需要,折价发行股票。裁送撰(员愿)在砾鞣鞣(员愿)模型引入法律成本。但是,匀与案和裁鞣鞣(员愿)发现如果考虑时间一致性和理性预期假设,则法律成本不会导致折价。其原因在于如果投资者预期发行者会折价销售,则二级市场价格下降不会导致法律官司,而理性发行者预期到这一点则不会折价发行。为了在理性的框架中,考虑法律成本导致的 隧酌折价,匀与案和裁鞣鞣在裁送撰(员愿)的模型基础上,引入承销商的类型,即市场存在长期承销商和短期承销商。短期承销商只在乎眼前利益,不计较法律成本,因此总是溢价销售 隧酌,而长期承销商在乎长远利益,会考虑法律成本。所以,在一级市场总是存在溢价销售的股票,投资者如果在未来发现在一级市场购买的收益远远低于预期值,则诉诸法律。考虑到高价格导致更高的被起诉的可能性,而被起诉承销商要承担巨大的法律成本,承销商有折价发行的积极性,降低承担法律成本的可能性。

阅鞣鞣和灾鞣鞣裁送撰(员愿)根据裁送撰(员愿)的理论获得实证检验结论,折价越高的发行者被起诉的可能性越低,他们发现实证结果与预测相反, 隧酌折价随着起诉的可能性增加而减少。建鞣鞣和杂志(圆田圆)指出 阅鞣鞣和灾鞣鞣裁送撰(员愿)的结论存在内生性问题,因为被起诉可能性较高的发行者,或者风险较大的发行者可能折价越高。建鞣鞣和杂志根据美国 员愿—员愿年的数据发现,美国 隧酌的公司涉及法律成本巨大,平均大概在发行额的百分之十一。因此,他们认为 隧酌折价的一个重要原因在于减少法律成本。为了检验 隧酌折价的法律成本理论,他们采用联立方程组,考虑 隧酌折价和法律成本之间的互动关系。他们的基本结论为,如果仅仅简单考虑 隧酌与法律风险的关系, 隧酌折价随着法律风险的增加而减少;如果考虑两者的相互作用,他们发现 隧酌折价随着法律风险的增加而增加;而法律风险随着 隧酌折价的增加而减少。

(圆) 市场交易理论

市场交易理论的基本观点认为,发行者在一级市场的收益与发行者在二级市场的收益是相互作用的,一级市场的折价可能是考虑二级市场的收益导致的。月鞣鞣和云鞣鞣(圆田)正式模型化市场反馈理论,其基本观点是承销商折价销售股票,可以导致二级市场交易活跃,承销商获得更多交易佣金收益,但是折价则降低承销商的承销收入。因此,折价的关键在于一级市场的承销收入与二级市场的交易收入的折衷。具体而言,一级市场的折价和二级市场的投机需求都是内生决定的;折价随着承销商的收入增加而减少,随着二级市场交易收入增加而增加;二级

市场投机需求随着承销商收入增加而减少，随着二级市场的收益增加而增加。

猿) 随约折价的分配理论

随约分配理论主要关注发行累计投标询价制度本身与折价的关系，主要是发行者和承销商的歧视性分配的发行股票与一级市场折价的关系，主要理论有信息显示理论、代理成本理论、投资者歧视和产权结构理论。随约折价理论是在随约的非对称信息理论和对称信息理论上发展起来的，因此，在一定意义上它涵盖了部分关于信息非对称和对称的解释。

(员) 信息显示理论

信息显示理论的基本观点认为，投资者比承销商具有信息优势，为了激励投资者如实报告自己的信息需要折价，而歧视性分配和发行可以降低激励成本和折价水平。月策增注策、月辞遵和 宰葵建(员怨远)考虑承销商的二级市场价格支持与随约折价的关系，基本观点是：承销商的二级市场价格支持制度与随约折价是相互替代的获得投资者信息的手段。具体说，承销商为了获得投资者对于随约评价的信息，必须让投资者获得信息租金，折价发行随约。但是，由于承销商缺乏事前承诺能力，总是有向市场与信息优势投资者高报随约价值的激励，因此，承销商无法实行灵活的价格机制，从而导致更大的折价水平。为了避免承销商操纵信息，承销商必须承担稳定二级市场价格义务，当二级市场价格低于随约的发行价格时，承销商有义务从二级市场以发行价从投资者手中重新买回股票。但是，如果所有投资者都会从价格支持中获利，则承销商从有信息优势的投资者获得信息的成本就会增加。因此，为了降低激励成本，承销商实行歧视性的价格支持，只有那些有信息优势的投资者获得价格支持的期权，在二级市场价格下降时可以以随约的发行价卖给承销商。

(圆) 代理成本理论

代理成本理论的基本观点是，随约折价水平与企业治理环境有关，发行企业的决策者与发行企业的利益不一致，与发行制度中承销商决定随约分配的权利相结合，导致企业的随约折价。建葵再建和 砸圆澳(圆园园)在解释随约折价水平随时间变化时认为，随约折价水平变化的关键在于发行企业的目标发生了变化，而不是发行企业的风险变化与发行企业的决策者承担的发行成本的变化。他们认为 怨园年代以来，随约的决策经理的目标发生变化，不再重点关注随约的发行收入，而在于发行能带来私人收益。而发行企业决策者目标的变化主要通过两个效应起作用，一是分析师效应，一是旋转效应。分析师效应是指在随约发行中，承销商的分析师的作用越来越大，是否有顶级的分析师成为承销商选择的关键因素。其原因在于：一方面，怨园年代以来，随约的价值主要是发行企业未来可能带来的现金流价值，而不是目前资产的价值，所以需要顶级分析师分析企业未来的现金流；另一方面，怨园年代以来，顶级分析师的分析和评论对二级市场股票价格的影响越来越大。旋转效应是指 怨园年代以来，发行公司的决策者可以利用折价销售随约，将企业资产转移到自己腰包中。怨园年代以来，许多企业的决策者都在主要的投资银行设立自己的

私人账户，直到 1982 年泡沫结束才被明令禁止。这些私人账户为承销商与发行公司的决策者合谋创造了很好的条件，两者共同操纵 1980 年的发行价格，折价发行，折价销售，而后承销商利用分配 1980 年的专有权利，将部分 1980 年的权利转移到这些私人账户。所以，1980 年的分析师效应与旋转效应相结合，企业的决策者与企业利益不一致，决策者与承销商合谋转移企业资产。在以上分析基础上，Sunder 和 Rock 得出结论，承销商的声誉对于 1980 年折价水平的影响随着时间变化而变化：1980 年代，1980 年折价水平的影响随着承销商的声誉增加而减少，1981 年代至 1982 年泡沫时期，1980 年折价随着承销商的声誉增加而增加；后 1982 年泡沫时期，1980 年折价随着承销商的声誉增加而减少。承销商的声誉的时间考虑是解释 1980 年折价水平变化的主要因素。Sunder 和 Rock (1984) 将行为金融和代理成本相结合，引入期望理论解释 1980 年折价，期望理论认为发行者之所以默许 1980 年的折价关键在于 1980 年折价总是伴随着发行者财富的例外增加。他们认为发行者不仅关注 1980 年的发行是否折价，而且关注 1980 年的发行带来他们本身持有股票的价值变化。只要 1980 年的发行导致他们持有股票的价值意外增加大于可能 1980 年折价导致的财富损失，则发行者默许折价。而根据代理理论，发行者与承销商存在利益冲突，承销商利用 1980 年折价，不仅可以降低承销成本，而且可以获得间接收益，歧视性分配 1980 年可能带来二级市场股票交易的手续费增加。根据期望理论，承销商和发行者根据承销过程获得信息部分调整 1980 年的价格——1980 年价格部分调整，因为 1980 年价格的完全调整会导致发行者的意外收入降低。由于 1980 年价格部分调整的原则，当整个市场显示利好消息，所有的 1980 年仅仅部分调整其发行价格，同样由于市场利好导致发行者因持有发行企业的股票而使意外收入增加，为了分派市场带来的利益，通过更大的折价，投资者和承销商都获得利益。因此，市场利好导致 1980 年更大的折价。同时由于 1980 年的发行上存在时间重叠，所以市场的利好导致 1980 年折价之间自身显示很强的自相关，即 1980 年折价的共同波动现象。

(猿) 投资者歧视

投资者歧视的基本观点是在累计投标询价方式发行 1980 年的过程中，承销商歧视不同的投资者，即对于机构投资者和个人投资者区别对待，而这种投资者歧视与 1980 年折价存在密切的关系。

(源) 产权结构理论

1980 年的产权结构理论的基本观点是，发行企业利用询价制度选择投资者，改善企业的产权结构，而同时为了激励更多的投资者参加 1980 年，对 1980 年进行折价销售。Myer 和 悦 (Myer) 认为 1980 年折价与发行企业对于分散的产权需求有关。为了分散企业产权结构，保证企业股票在二级市场有足够的流动性，发行企业必须选择合适的投资者。而为了能够选择合适的投资者，必须有足够投资者参加 1980 年的发行，即必须有足够的超额认购倍数。而投资者要参加认购 1980 年，必须获得关于 1980 年的足够信息。投资者为了获得关于 1980 年的足够的私人信息，必须花费一定的信息成本。因此，为了补偿投资者收集信息的成本，1980 年必须折价销售。

9.1.1 国际市场上公司再融资方式

9.1.1.1 国际市场上公司再融资的不同方式

由于上市公司产业发展或资本运作的需要，在证券市场进行再融资是上市公司筹集资金的最佳方式之一。在国际市场上，再融资的方式主要有增资发行、供股发行、可转换债券、认股权证、配售和分拆等六种方式。其中，供股发行即配股，配售即定向增发，而认股权证和分拆这两种方式在我国证券市场曾经使用或已不使用。在成熟的国际证券市场上，上述六种的基本方式又可以派生出多种衍生方式和金融工具，而且在不同的国家和地区的不同时期，其运作的方式、范围及影响也有所差异。

增资发行（**增发**）是与初始发行（**首次**）相对应的证券发行方式，在国外证券市场中泛指除**首次**之外的上市公司再次发行股本性证券，其含义基本上与我国的上市公司增发新股概念相同。这一增发含义以美国为典型代表，而英国则以比例配售新股的增发方式为主，与我国的配股概念相对应。上市公司增加发行新股经常与上市公司的收购、拆股行为联系在一起，尤其在英国和美国的证券市场，上市公司在收购一家公司后，会发行新股筹集资金或置换被收购公司的原有股权，这时有可能并不涉及现金的流入。从国际市场来看，二次发行新股是指上市公司在其初次发行之后再次发行新股。为了实现增资以扩大生产或改进技术或者实现发起人股东将其所持有的股份变现，上市公司可以再次向社会公众发行股票。

供股发行是与英美法系国家及部分大陆法系国家和地区广泛实行的授权资本制紧密关联的。实行授权资本制的国家和地区，公司资本总额可以预先登记，但不要发起人或股东在公司设立时全部认足或募足，未予认购的部分，则授权上市公司董事会根据需要随时发行。其注册资本仅仅是公司预计发展的规模和政府允许公司发行资本的最高限额，并不要求公司股东一次全部认缴。如公司首发（**首次**）只发行部分的实际资本，剩下的部分可在适当的时候二次发行，即供股发行。这可以为公司实施经理人员股票期权（**期权**）、员工持股计划（**持股**）和管理层收购（**收购**）等提供股票来源。

认股权证（**权证**）是一种权利契约，支付权利金购得权证的一方有权（非义务）于契约期间或契约到期时，以事先约定的价格买进（或卖出）事先约定数量的标的证券，认股权证的交易即为决定是否买卖特定标的证券的这种选择权的交易，其实质为一种期权的买卖。认股权证具有衍生性、收益性、流通性和不稳定性等特点，同时也是一种短期的融资工具。**1980**年至**1990**年间，我国证券市场曾推出过认股权证的交易，然而因各种因素未能得以持续发展。

分拆即分拆上市，是指上市公司将一部分资产从原有的公司分离出来，组成一个新的公司并发行股票认购原有的资产，同时向公众发售新股的一种再融资方式。如**联想**集团拟分拆**联想**移动到香港上市。海外的可转换债券融资方式与国内情况大致相同，但其债券的种类更丰富，转换条款也更灵活。

从国外证券市场的实践来看，上市公司通过上述六种方式进行再融资是证券市

场中常见的现象。世界主要证券市场上,上市公司再融资的数量和金额都非常巨大,如美国从 1985 年到 1993 年所发生的再融资总量已经超过了过去 10 年的总和,在这期间,美国共有 1000 家公司进行过再融资,涉及金额高达 1 万亿美元。但不同的国家再融资的主要方式也不一样。英国的再融资方式为增发新股,而在加拿大、欧洲和大部分亚太地区国家的证券市场中,比例配售仍为主要的再融资方式,即我们通常所说的配股,实行比例配售的融资方式有实施时间短、见效快的特点,有时,股票进行比例配股再融资只需要几分钟即可全部完成。

11.2 我国上市公司再融资现状

就我国证券市场而言,从 1984 年到 1993 年上市公司共实施了 100 余次再融资,募集资金 100 亿元,从融资相对规模角度来说,可以说是与国际市场的水平比较接近了。就目前我国股市的情况来看,我国上市公司整体素质参差不齐,效益好、有发展潜力的上市公司十分稀少,在证券市场投机成分较重的情况下,股价的高估就在所难免,投资者也就不愿意以较小的折扣申购其再融资的证券。此外,投资者参与股市所获收益的主要来源是二级市场上股价的波动,而非上市公司分红所得,因此一旦上市公司再融资后业绩增长不能跟上股本的扩张速度,就无疑会使公司的股价大打折扣。随着全球经济一体化的发展,我国证券市场的投资理念将逐渐成熟,我们应该对再融资的规范进一步完善,使之能够成为保障证券市场发挥资源配置功能的主要手段之一。

国际证券市场上可供选择的上市公司的再融资方式是多种多样的,且每一种基本方式又可能派生出多种衍生方式和金融工具。例如在美国,上市公司再融资途径除了上述三种途径外,还有期权、抵押债券、可转换优先股等,可选择性很大。

相对而言,我国再融资途径较少,目前上市公司在我国证券市场上进行再融资主要通过以下三种途径:增发、配股和发行可转换债券。从统计数据可以看出,可转换债券的平均融资额最高,增发次之,配股最小。同时上市公司对再融资的选择在不同时期有显著不同的特点:(1) 1985 年以前再融资主要以配股为主,1984 年到 1985 年,上市公司共进行了 10 余次再融资,其中以配股 10 次,增发 1 次,发行可转换债券 1 次;(2) 1986 年到 1990 年三种再融资方式并举,上市公司共进行了 10 余次再融资,其中配股 10 次,增发 1 次,可转换债券 1 次;(3) 1991 年到 1993 年增发和可转换债券逐渐占据再融资主体地位,上市公司共进行增发 10 次,募集资金 100 亿元,发行可转换债券 1 次,募集资金 100 亿元,配股 10 次,募集资金 10 亿元。1993 年开始,随着我国股票市场股权分置改革的深入进行,认股权证这种方式又重新进入人们的视野。因此,可以通过政策创新,增加再融资的方式,一方面为上市公司提供多样的再融资方式,另一方面也丰富了证券市场的投资工具。

11.3 我国上市公司再融资方式的比较分析

配股、增发以及可转换债券是上市公司常采用的三种再融资方式。这三种再融资方式有以下几个共同点:

(员) 配股、增发以及可转换债券三种再融资方式，都是在核准制框架下，由证券公司推荐、发行审核委员会审核、发行人和主承销商确定发行规模、发行方式、发行价格、证监会核准等组成的证券发行制度。

(圆) 三种再融资方式都对净资产收益率有最低的要求，且投资者都要以现金方式认购，强调同股同价等等。

这三种再融资方式尽管存在一些共同之处，但是也存在诸多差异，这些差异是上市公司选择再融资方式的主要依据。配股、增发、可转换债券的主要差异如下：

(员) 融资条件不同。为了保证资金的有效使用及安全性，监管层分别通过净资产收益率、以往分红情况及融资时间间隔等严格规定了再融资的硬性指标。就净资产收益率要求而言，监管层对上市公司发行可转债的要求最高，增发的要求最低。如配股和增发要求“公司最近 3 个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 10%”（增发还有放宽要求的例外条款，即如果不满足 10% 的条件，但公司具有良好的经营与发展前景，且增发完成当年加权平均净资产收益率不低于发行前一年的水平的也可增发）。可转债则要求“最近 3 年连续盈利，且最近 3 年净资产收益率平均在 10% 以上；属于能源、原材料、基础设施类的公司可以略低。”

(圆) 就融资前是否有现金分红而言，发行可转债对现金分红的要求比发行新股要严格。配股和增发要求披露公司现金分红信息，对于最近三年未分红派息但能给予合理理由的，原则上仍可配股或增发。而发行可转债要求最近三年特别是近一年必须有现金分红。因此，若上一会计年度有现金分红，才可以考虑发行可转债，否则只能考虑用配股或增发融资。

(猿) 就融资时间间隔而言，发行可转债更具优势。配股距前次发行至少应间隔一个会计年度，增发只要求距前次发行的时间间隔至少一年，而发行可转债就没有时间间隔要求。

(源) 就融资规模而言，一般来说，增发融资规模最大。三种方式中，配股要求配股总额一般不得超过总股本的 30%；发行可转债的上限为发行后资产负债率不高于 70%，且累计债券余额不超过公司净资产额的 40%；增发目前尚没有具体的融资规模限制，而即使考虑到监管层加强对增发监管的因素，增发也可能是融资规模最大的一种再融资方式。

(缘) 就发行定价而言，可转债发行定价稍高，增发次之，配股略低。为了迅速完成配股，上市公司倾向于将配股定价得低一些；而增发则一般以发行日前一个交易日的收盘价或距发行日最后若干个交易日平均收盘价为基础，按照一定的折扣比例来确定。可转债发行价格的确定一般以公布募集说明书前三十个交易日公司股票的平均收盘价格为基础，并上浮一定幅度。

(远) 就融资后的经营压力而言，配股和增发有摊薄作用，都可能导致公司当年的每股收益和净资产收益率下降，未来是否具有较强的盈利能力也是上市公司需要考虑的，如配股当年加权平均净资产收益率不得低于银行同期存款利率，增发后应至少实现盈利预测 10% 以上，否则应予以说明或公开致歉。因债息具有税盾作

用，发行可转债对公司当年每股收益和净资产收益率影响不大。另外，配股和增发可补充公司资本金，风险较小，而发行可转债则需考虑到期末转换债券的还本付息问题，财务压力较大。

(苑)就大股东控制权而言，如参与配股，则对控制权不会有太大的影响；增发的股权稀释作用较为明显；可转债对股权的稀释是逐步的。

(愿)就融资后财务成本而言，股权融资的财务成本明显高于债权融资。原因是上市公司现金分红且股息是税后支付，可转债的利息率较低且债息是税前支付。另外，如果资产负债率较低，为优化财务结构，宜选择可转债融资；如果资产负债率较高，偿债压力较大，则应选择股权融资。

通过以上的比较分析可见，三种再融资方式各有不同特点和优势，适合不同情况下企业发展的需要，上市公司进行再融资时应当根据实际情况选择适当的再融资方式，而不是单纯依赖于股权融资，甚至是哪种方式门槛低就采用哪种。

缘缘财务增长管理的理论基础

缘缘企业增长管理的理论发展

学界一直在探究“企业的本质”，最先试图打开这个“黑箱”的学者是科斯(苑苑)，他对新古典经济学的完全竞争市场假设表示怀疑，认为交易费用的存在导致企业的出现，企业是市场价格机制的替代物，能节约某些市场的交易费用。威廉姆森(苑苑)认为交易之所以发生，是因为在技术上可分的界面存在物品或劳务的转移过程，他指出交易的特性在于资产专用性、不确定性和交易发生的频率，从而把“交易”真正作为可分析的一种经济学工具。

资源理论和能力理论则从另一个角度认识企业的组织特性，强调企业从环境中获取资源功能的重要性。

企业理论的演进与发展如图源-缘所示。

缘缘企业资源理论

所谓资源就是包括有形资产、无形资产和组织能力的综合体系(苑苑苑苑苑苑)。该学派的基本理论前提是：决策是在组织内部发生的，决策处理的是组织面临的环境，管理在决策过程中起着重要的作用。资源依赖模式源于两个假设：一是维持组织的运行需要多种不同的资源，而这些不同资源不可能都由组织自己提供；二是组织的正常运行是由多种活动构成的，而这些活动不可能都在组织内进行，因此企业或组织必须依赖环境以求资源，同时必须依赖其他企业的活动来维持正常运行。但是该理论并不排斥企业积极主动面对环境的可能性。

资源依赖理论和交易费用理论共同点在于认同企业与市场(或环境)的价值置换功能，企业或组织与环境有确定的界面，发生在界面间的资源交流，在交易成本理论看来是一种弥补企业或市场功能失灵的价值转移活动；而按资源依赖理论，则是企业通过内部的权力安排结合外部的群体需要，选择组织所需要的资源。

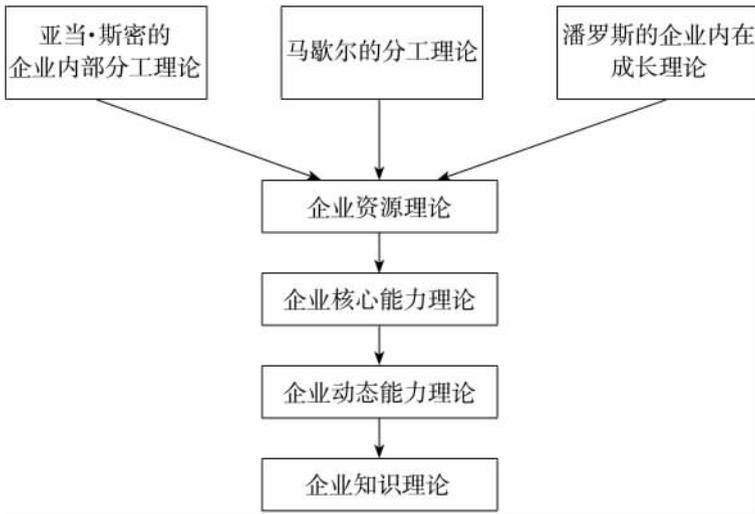


图 9-1 企业理论的演进与发展

由此可见，企业与市场（或环境）的边界是存在的，但是对于企业边界的划分依据、企业的特性和真实内涵，则是以上两种理论所难于解释的；而基于熊彼特经济发展周期理论的演进经济学和基于资源的企业能力理论，认为企业是以自有资源存量为基础的，并通过资源流量的增加借以形成异质性能力，企业是能够提供优越租金的唯一资源组合（阅读材料：熊彼特《经济发展理论》，第100页；马歇尔《经济学原理》，第100页），由于外部环境的变化对所有企业都是同质的，各个企业的分化、兴衰和发展，尤其是具有竞争优势的企业最终要依赖组织内的特定资源和能力。因此，企业决非新古典经济学所假设的同质性生产“转换器”，也不仅仅是规模不一的生产函数，而是以资源为基础的能力体系的反映，各个企业均有自身的边界、规模和功能。

企业能力理论

理论发展的过程

企业在多大范围内存在，存在的理由是什么，企业多元化的逻辑起点是什么，这正是企业边界要解决的问题。演进经济学派认为企业之所以存在，是因为它具有区别于其他企业的异质性或特质性能力，这并不能通过交易从市场取得，企业的首要问题是解决“生产什么”和“怎样生产”的问题，围绕这些决策和组织活动，形成了企业的能力体系（阅读材料：钱德勒《战略与商业政策》，第100页）。企业的能力是以知识为基础的一系列共同价值系统、管理者所拥有的独立管理和诀窍（阅读材料：钱德勒《战略与商业政策》，第100页）。

伴随企业知识和技能的积累，企业的能力也得到提高和扩张，原有的个人能力（例如领导抉择行为）演变为组织的程序化活动，在降低当事人抉择成本的同时，也产生了扩大生产规模和多元化发展的内部张力，表现为通过兼并和收购等途径转移过剩的生产能力，或者对其原有的惯例进行复制，推动企业的成长（阅读材料：钱德勒《战略与商业政策》，第100页）。在能力转移或惯例复制的过程中，常常伴随着某些能力或惯例的适应性调整或创新性变化（阅读材料：钱德勒《战略与商业政策》，第100页），从而导致核心能力的变化。

普拉哈拉德和哈默将企业看作一棵大树，核心竞争力是树根，企业通过协调各种不同产品的技能并使各种技术分支合成一个整体，最终形成果实——企业的最终产品，参与市场竞争。核心竞争力作用机制的流程是：发展与取得构成核心竞争力的知识与技能→整合核心竞争力→扩大核心产品市场占有率→扩大最终产品市场占有率（芮明杰，2004；杨浩、戴月明，2004）。

为什么企业的核心能力难于模仿或损害呢？原因之一是这些核心能力是企业自己发展起来的，与企业本身具有不可分性。作为企业能力基础的知识和技能，通过与企业的人力资源或其他实物资产的结合，在组织协调机制的作用下，得到了积累并改变着企业的资源结构，最终改变了知识积累的方向。如果企业能有效地规避历史性和不确定性的负面影响，企业的核心能力就可以通过正向叠加，形成自我增强的驱动器。世界著名企业在其发展历程中都形成了其独特的核心价值观，如表 9-1 所示。

表 9-1 世界著名企业的核心价值观

企业名称	核心价值观
松下	产业报国、光明正大、亲和一致、奋斗向上、礼节谦让、顺应同化、感恩报谢
诺基亚	科技以人为本
索尼	体现以科技进步、应用与创造造福大众带来的真正快乐；不跟随别人，但是要做不可能的事情；尊重、鼓励每个人的能力与创造力
联想	给予每个员工充分的考虑，花更多的时间给顾客满意，坚持到底把事情做好、所作所为追求完美
波音	领导航空工业、永为先驱，应付重大挑战与风险
福特	人员是我们的力量源泉，产品是“我们努力的终端成果”
摩托罗拉	精诚公正、以人为本；为用户提供品质超群、价格公道的产品和服务，满足社会需要

资料来源：丁政：《核心价值观——企业文化的“核动力”源》，载《中外企业文化》，2004（1），166-167页。

由于经济行为和环境的动态变化，对企业来说，某一状况或某一时点所形成的核心能力，在另一时点可能就会并不适用，难于增加企业资产。能力作为一种无形资产，与其他有形资产一样，其价值会随时发生变化。因此核心能力需要持续的训练和积累以维持企业的适应性，将核心能力视为企业资产并进行连续的再投资是十分必要的。

在这一过程中，一般有三种战略选择：一是显著地改变即将过时的能力组合，即创新；二是改变顾客偏好或努力影响市场需求，即引导；三是减轻环境的压力，比如从新科技中寻求政府的保护，即减压。

一般而言，企业的目标是寻利，即利润最大化，旨在通过企业内部的能力配

置，形成异质性核心能力（即核心能力），在市场竞争中取得竞争优势及其导致的经济租金最大化。在企业的寻利过程中，典型的经济租金形式有三种：一是“李嘉图租金”，来源于资源稀缺性；二是“张伯伦租金”，来源于高进入壁垒的垄断租金；第三种是“熊彼特租金”，来源于不确定性很高的复杂环境中承担风险的创新活动。

三种经济租金的获取都离不开企业的知识和技能，熊彼特租金更要求企业家的创新精神，有意识地通过“创造性毁灭”过程，重构企业的资源和能力。对于如何获利，企业能力理论认为：企业获得经济租金不仅是因为它们拥有更好的资源，而是因为它们能够更好地使用它们拥有的资源。一家企业不仅要拥有技术方面的工程师，拥有工程方面的能力，它还必须建立有效使用这些技能的制度（如隔离机制），设置阻止模仿的进入壁垒和运行壁垒。进入壁垒是在产业层次上对整个产业的保护，防止新的进入者；运行壁垒是在战略集团层次上保护某一产业的一系列企业不受其他现有企业的侵犯；隔离机制则在企业层次上允许企业不同于其他企业。尽管隔离机制加之资产专用性可能会限制企业本身（比如离开某一产业的转换成本极高。或难于在产业中改变企业的位置或具体特点），产生“路径依赖”性，但有效阻止其他企业的模仿和跟随，必须建立隔离机制。

尽管企业拥有的资源和能力是创造超额利润（经济租金）的必要条件，但并不一定是充分条件，要确保持续获利，必须要有使得其能力区别于其他企业的独特化（而不是与之相同）的隔离机制。如果一家企业能够很容易地模仿其他企业，那么后者所获取的超额利润将很快消失。威灵顿和孙世林（2009）认为隔离机制来源于交易成本经济学的关于资产专用性和有限理性的假设。资产专用性是由于各个企业能力体系的结构不同，企业的资产存量使其在现有领域形成沉没成本，在对于其他企业的进入形成资产壁垒的同时，也使得企业本身的资产和能力在原有基础上继续进化。有限理性是指企业认识的限制和信息的缺乏，只能在有限的选择机会中作决策。二者使得个别企业的经营领域和竞争范围与其他企业（包括竞争性、替代性企业或战略集团）在事实上区别开来。企业的隔离机制越有效，面对的竞争压力就越小，就越可能在有效的细分市场上，提供满足顾客需求的差异化产品或服务，获取尽可能多的消费者剩余；加之自有的核心能力得到有效的屏蔽和强化，资源和能力的优势可以成功地转化为超过产业一般收益的生产者剩余，消费者剩余与生产者剩余一同构成企业的经济租金。

动态能力理论——企业可持续竞争的保障

企业的核心能力在环境发生变化时，很容易表现出某种抗拒变化的惰性，即所谓“核心刚性”。一些企业在获得核心能力的同时可能因为核心刚性而丧失竞争优势。

威灵顿和孙世林（2009）提出“动态能力”。组织的惯例决定了企业独特的能力，由于改变惯例的成本高，企业不会经常改变惯例。企业往往根据外部环境变化对惯例做出适度的微调，然而这种微调使得企业很难在环境动态变化的进程

中做出重大变革。因此，为获得持久的竞争优势，企业需要能够进行“创造性毁灭”的动态能力。

动态能力的战略强调企业必须适应不断变化的环境，不断更新。提高和更新能力的方法主要通过技能的获得、知识和诀窍的管理、学习。动态能力是指企业组织长期形成的学习、适应、变化、变革的能力。动态能力战略强调两个方面：第一是动态，即企业必须具有不断更新自身整合重构内外部组织技能资源的能力去适应变化的市场环境；第二是能力，即战略管理在更新自身以满足环境变化要求方面具有关键的作用。

动态能力主要包括三方面的内容：组织惯例、技能和互补资产。由于组织能力包含大量企业特定的隐性知识，所以特定企业的组织能力是难以被复制和被模仿的。企业动态能力理论不仅从深层次认识到企业竞争优势的根源，而且认识到为适应不断变化的市场环境，企业必须不断地更新自身能力，发展新的能力。

9.1 企业知识基础论

隐藏在企业能力背后并决定企业竞争优势的关键是企业掌握的知识，尤其是很难被竞争对手所模仿的隐性知识以及与知识密切相关的认识学习。企业的知识必须满足有价值、稀缺性、不能完全被模仿和不能完全被替代四个条件。事实上，无论是能力理论还是基于资源的企业理论都强调企业的能力来源于企业的“独特资源”，这种“独特资源”正是企业所拥有的难以交易和模仿的知识。可以说资源理论和能力理论最终都走到了企业知识这一轨道上，企业知识理论认为企业是知识的集合体，组织知识尤其是隐性知识，是企业核心能力的基础，核心能力是企业独具特色并为企业带来优势的知识体系，而且要随着环境的变化不断更新、提升。

格兰特（~~知识~~）将企业视为知识协调机构，认为企业所扮演的主要角色是将存在于许多个人中的专业知识进行整合，然后将整合的知识转化为产品或劳务。企业知识理论强调组织学习和知识联盟是建立并不断强化企业核心能力的主要途径。关于组织学习，企业知识理论认为，隐藏在核心能力背后并决定核心能力的是企业掌握的知识，而知识是通过不断的组织学习而得到的。如果把组织中的个人通过学习获得知识和经验称为能力“基因”，那么企业组织中的一个团队通过学习而形成的知识体系就构成单面核心能力，而整个组织的学习则整合构成能力体系，形成企业整体核心能力。

企业知识是高度情境化的，具有意会性和离散分布性的特征。知识的意会性是指知识的不可完全表达性，它意味着企业知识是通过特定实践获得的，并且其使用对企业内部环境具有高度的依赖性。知识的离散分布性是指企业知识不可能以集中的形式存在于某一个头脑中，而只能由那些处于特定情境的个人或团队分散化掌握。企业知识的意会性和离散分布性，决定了其难以转移性和不可模仿性，也决定了企业的异质性，因而该理论将其作为竞争优势的源泉。

[案例分析] 施乐公司将知识共享推向前沿

知识经济时代，公司的增长更多地取决于技术创新能力，这种能力的基础是公

司对知识的掌握程度。换句话说讲，就是公司员工对知识的掌握程度。因此，提高员工的知识水平已经成为迫切的要求。要达到这个目的，知识共享是至关重要的。知识共享涉及重要信息资产的识别、捕捉、存储、提取和交流。

数十年来，施乐创造一种企业环境，在这种环境中人们能够通过使用、共享企业内部的知识用来创造新的商业价值。培养员工对知识的不断创造、收集、使用和再使用，以创造新的商业价值。

施乐建立了有史以来最大的由 1000 多名人士组成的知识经理组织，他们的工作是在企业内部指导知识的广泛传播，以支持企业的商业决策。施乐每年与其他公司共同赞助两个主要的全球性知识大会，利用学到的知识开发新产品，尤其是文件服务方面的新工具和新运作方式。施乐在全球的研究和解决方案中心投资了数十亿美元，研究有关通过纸张和数码文件共享知识的课题。不仅关注复印、打印、扫描和传真的技术，也关注人们为完成工作而采取的工作程序。

施乐的研究表明，共享知识的主要障碍来自两方面：互不兼容的计算机系统以及纸张文件和电子文件相互转换的问题；传统工作环境中人们对共享的一种自然抵制。前者可以通过技术手段解决，后者则需要组织营造一种环境，即有利于知识共享的环境。

施乐公司内部使用若干知识共享软件改善工作程序。软件的应用大大改进了施乐在全球数百个分支机构的知识共享状况，员工可以及时进行知识交流，发布自己的信息、获取同事的信息或者寻求同事的帮助。知识管理为企业持续稳定地增长打下了坚实的基础。

关键词

资产重组 并购 风险 公司 紧缩 业务 外包 并购

思考题

收购进程中，对目标公司进行价值评估需着重考虑哪些因素？

何谓 折价？如何解释 折价现象？

计算分析题

太阳能公司研发部最近开发了以太阳能动力的发动机，这项技术可应用于容量为 100 人的客运飞机。市场部提议制造一些样品进行试销。生产部、市场部、工程部代表组成的计划委员会建议公司继续进行研发，估计初始阶段会持续一年，研发费约 1 亿美元。此外，该小组认为投入生产和市场试销成功的概率为 75%。根据行业经验，公司可估计出太阳能发动机的研发成本。然而，发动机的未来销售取决于：

- 未来航空客运市场的不确定性
- 未来飞机燃油价格的不确定性

► 缘人客运飞机市场份额的不确定性

假设市场试销成功，公司将购置土地、建造新厂房，进行大规模生产。这一阶段需投资 员缘亿美元，未来 缘年的利润预测如表 源-猿所示。

表 源-猿

未来 缘年的利润预测表

单位：百万美元

投入	第 员年初	第 圆-缘年
收入		摇远
变动成本		原
固定成本		原
折旧		原
税前利润		怨
税收		原
净利润		远
初始投资额	员缘	

摇摇若市场试销不成功，仍投资该项目，则 员缘亿美元的投资将导致 晕为 原亿美元。试分析公司管理层应如何决策？

延伸阅读文献

[美] 帕特里克·高根：《兼并、收购与公司重组》，朱宝宪、吴亚君译，北京，机械工业出版社，

[美] 帕特里克·维格里：《增长的细节》，北京，机械工业出版社，

[美] 罗伯特·酝·索洛：《增长论》，任峻山、吴经荃译，北京，经济科学出版社，

[美] 托马斯·艾伦：《研发组织沟通》，北京，知识产权出版社，

导入案例 “高新张铜” 现金流告急 稍不慎就可能濒临破产

虽然不是每一个张家港人都能搞清楚“高新张铜（~~四四四~~）”究竟是什么公司、做什么生意的，但是最近，似乎所有的张家港人都知道“高新张铜”出事了。不到猿个月，“高新张铜”业绩大变脸，巨额应收账款回收困难，公司遭证监会立案调查，前老总被警方监控……每一个问题都不一般。然而，这些都还算不上“高新张铜”最严重的问题。最困扰“高新张铜”的问题是公司现金流已极度紧张。由于“高新张铜”的问题越挖越大，各债权银行紧急收贷。“高新张铜”稍有不慎就可能因为资金链断裂而濒临破产。

~~四四~~年苑月初，“高新张铜”发布了一则业绩修正预告。在预告中，“高新张铜”表示：~~四四~~年以来，公司对江苏张铜集团有限公司及其下属企业存在较大金额的其他应收款，导致公司资金紧张。公司还表示：针对目前贷款金额及利率变动增加利息支出及贴息费用，公司将采取压缩库存、减少中间产品的数量、加快资金回收、减少应收款等措施。隐藏在这些客观表述背后的是——“高新张铜”现在的情况极不乐观。

据了解，各债权银行和大大小小的讨债人近来时常到“高新张铜”索债。“拿什么来还贷”已经成为“高新张铜”面临的一个严肃的问题。最近，“高新张铜”的门卫几乎成了厂里最忙碌的人。他们要负责把银行、讨债人、记者，甚至投资者统统拦在门外。

从“高新张铜”~~四四~~年的资金情况可以看出，其贷款金额也比较惊人。~~四四~~年“高新张铜”的短期借款约 ~~苑~~亿元，其中抵押借款 ~~猿~~亿元、保证借款 ~~源~~亿元、质押借款 ~~猿~~万元。此外，公司还有一笔 ~~员~~亿元的长期借款。工商银行、中国银行、交通银行、农业银行、民生银行、广州发展银行、南通商业银行等大大小小的银行均成为“高新张铜”借款的目标。公司的应付票据也同时大增。~~四四~~年年末，“应付票据”余额较 ~~四四~~年年末大幅增加，从 ~~猿~~亿元上涨到 ~~苑~~亿元。因为资金紧张，公司采用商业承兑汇票的形式来弥补银行综合授信额度的不足。

一面是高负债，一面是现金流紧张。年报显示，公司 ~~四四~~年经营活动产生的现金流量净额是 ~~原~~亿元，取得借款收到的现金是 ~~员~~亿元，而偿还债务支付的现金是 ~~员~~亿元。~~四四~~年，公司现金及现金等价物净增加额为 ~~原~~亿元。公司随时面临资金链断裂的危险。

“高新张铜”的困境不禁引起了我们的思考。一个成功企业应该具有稳健的现金流模式——经营和投资活动承担着“造血”的功能，通过他们周而复始的周转运作为企业带来源源不断的“新生血液”，而筹资现金流仅起着间歇性的“输血”作用。同人体一样，企业不可能完全依靠“输血”生存，必须具有良好的“造血”功能，才能有充足的现金流入，才有可能偿还债务、支付利息和进一步扩张。“高新张铜”违背了这一企业生存的基本法则，就引发了公司的现金流危机，会直接导致公司濒临破产。由于企业现金管理不善导致现金短缺和支付能力不足，从而引发企业的现金危机，给企业带来致命打击的案例数不胜数。因此，加强现金流管理、改善企业财务状况、增强企业资产的流动性、不断提高企业经济效益已成为企业发展的必然选择。本章就企业的现金流管理进行论述，正是为了解决这一问题提供一些参考和指导。

缘 员 缘 概述

缘 员 缘 现金流的概念

市场经济中的企业经营离不开现金流。现金流，一般是指企业与资金拥有者之间的现金往来关系（这也是最初意义上的财务含义——融资活动），分为债权人与企业之间的现金流和股东与企业之间的现金流。新办企业必须首先从股东那里取得现金，即实收资本。由于现金在财务上属于非生产性资产，因此在投入生产经营（即购买支付）前，企业为了提高获利水平，一般将这些现金投放于短期投资（形成企业的金融资产）。而当企业生产经营所需的现金支付超出资本投入时，企业就会借入资金，形成负债，以满足日常支付的需要。这就构成了企业基本的现金流，如图 缘-员 所示。

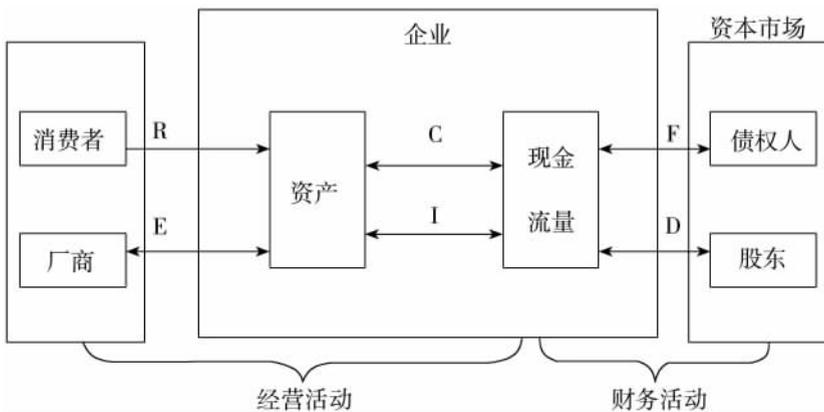


图 缘-员 现金流图

图 缘-员 中，云表示企业与债权人之间的现金流，阅表示企业与股东之间的现金流，悦表示经营活动的现金流，陨表示现金投资，砸表示由于企业提供商品和劳

务而从消费者处取得的现金流入，耘表示企业与其他企业之间由于各种交易往来而产生的现金流。

在市场经济条件下，企业的所有交易活动都必须借助于货币的收支才能完成。企业交易活动中客观存在的货币收支反映着企业经济活动的规模及趋向，对企业经营管理与决策活动的过程、结果起着综合反映与控制的作用。我们把这种客观存在于企业中的、能动态反映经济活动并对其起保障与控制作用的货币收支，称为现金流量。严格地讲，这里的货币并不简单地指现金，而是指现金及其等价物的总和。现金等价物，在实务中一般是指期限短、流动性强、易于转换为确定金额的现金，以及价值变动风险小的各类非现金形态的投资。简言之，现金流量，是企业现金及其现金等价物流入及流出的数和量。

现金流量表的功能

现金是企业生命的血液。虽然生产运作管理、人力资源管理、市场营销管理等都争着坐企业管理第一把交椅，但能把企业众多资源要素盘活的是财务。财务经营的企业的现金恰似人体的血液。血液支撑着身体所有组织活动。企业要实现经济的健康快速发展，必须有恰当量与质的现金流来支持。现金流的功能主要有以下三个方面：

(员) 实现企业的流动性

一个企业的流动性，表明企业资源运作的效率，决定着企业成败。企业丧失了流动性，就意味着企业生命即将终结。现金流是企业提高流动性的基础。改善现金流就可以增强企业资源的流动性，从而提升企业的竞争力。

(圆) 赋予企业发展能力

企业发展首先取决于是否具有自我积累的能力。自我积累能力的高低，集中表现在经营过程结束后现金净流量的大小。经营活动现金净流量越大，企业投资扩张、培植未来竞争优势的能力就越强。

(猿) 调控经营行为

企业过去现金流的各种运转情形，可以为企业规划未来提供极好的指导。虽然长期以来，会计利润指标成为企业经营管理关注的主要指标，但由于会计利润在确认与计量方面存在易受实务操纵的致命弱点，使得比较客观的现金流量指标在反映企业过去情况与预见未来能力方面比会计利润指标更为客观，因而为实务界广为接受。企业现金流的状况，直接决定企业的财务支付能力。一旦企业财务支付方面出现问题，对企业未来的影响极可能是灾难性的。现金流量较好地表明了企业支付能力的大小，为各种经营措施的执行指明了方向。

现金流量的要素

现金流的基本组成要素有四个：流量、流向、流程和流速。

(员) 流量

流量包括流入量、流出量及流入与流出的差额（即净流量）。流量综合反映了企业每一项财务收支的现金冗余，是企业经济效益的最直观的体现。分析企业现金

流构成及其冗余状况，能对企业核心能力及其获利能力做出较为客观的评价。

（圆）流向

现金流结构表示企业现金流的趋势。总的来看，现金流向分为流入与流出等方向。流入表明企业现金资源的增加。依据企业现金流入的情况可以对企业竞争能力的构成及未来走向做出大致判断。流出体现企业日常现金支付的主要用途和现金的主要投资方向，可以综合反映企业经营战略及未来创造价值的的能力。现金流向管理更主要的是解决企业现金流的投向与企业战略实现的协调关系。

（猿）流程

流程涉及现金流的组织、岗位、授权及办理现金收支业务的手续程序。企业的现金流几乎是与生产经营活动同步实现的。生产经营活动一般是由分散在不同部门、不同层次甚至是不同地点的企业员工分别进行的，具有分散性特点，因此现金流量的分布也必然是分散的。现金流的组织必须与企业的组织结构相适应。现金流组织过程出现这样那样的问题，就表明企业组织结构亟须完善。企业应把现金流按其生成、流出的方向，确定相应的业务、管理及控制岗位，以使现金流的组织具有严密的内部控制制度，确保现金流这一企业生命之源在流动过程中少出差错、杜绝舞弊。为此，就应赋予各现金流业务管理、控制岗位相应的职权，保障其充分、有效地履行职责。同时规定，任何一次现金收支业务的办理必须履行申请、审批、记录、支付、检查等必要手续才能完成，以确保现金收支的合法、合理。现金流程决定现金流的安全性。

（源）流速

对于某一具体的现金业务而言，流速是指从支付现金到收回现金所需时间的长短。对于整个企业而言，流速是指资本投入到回收的速度。在实际工作中，衡量流速一般采用周转率指标，主要有全部资产周转率、流动资产周转率、应收账款周转率、存货周转率等具有不同功用的多类周转率指标。从国际趋势看，企业从一开始全面关注这些周转率指标，逐步锁定为重点关注“应收账款周转率”与“存货周转率”两个周转率指标。随着社会信用及银行结算监督制度的高度发达，西方企业开始只考评“存货周转率”指标，但由于我国社会信用与银行结算监督制度尚未完善，“应收账款周转率”指标还是很有必要纳入考评流速的指标之中的。存货与应收账款的周转速度，综合反映了企业经营效率和流动资产质量，对企业未来发展具有决定性影响。

考察评价企业的现金流，必须全面、客观、深入地分析其现金流的四个基本要素状况。只有这样才能得出较为恰当的结论并实施行之有效的管理。

5.2 现金流量分类及其特征

员) 现金流量的分类

现金流量概念的内涵较为丰富。为了更清楚地理解现金流量概念，有必要对现金流量加以分类。现金流量按照不同的标准可以分为以下几类：

①按照现金流量的覆盖范围不同，可以分为企业全部的现金流量、项目现金流

量（或产品现金流量）。企业全部现金流量是指一定时期企业全部现金流入与流出的总量。项目现金流量是指一个项目从开始到结束所产生的现金流量，包括初始现金流量（建设期现金流量）、营业现金流量（生产期现金流量）、终结现金流量（项目结束时的现金流量）。

②按照现金流量所处的时间不同，可以分为过去的现金流量和未来的现金流量。过去的现金流量是指已发生的现金流量，是分析过去时期现金流入与流出质量的依据。未来的现金流量，是对尚未发生的、预计今后一段时期将发生的现金流量。判断未来的现金流量可以为估计投资价值或投资风险提供重要依据。

③按照现金流量的方向不同，可以分为现金流入、现金流出、现金净流量。现金流入就是指企业由于日常经营活动中销售商品、收取各种费用，投资活动中收回投资或处理投资中的变价收回，融资活动中融通资金等流入企业的现金。现金流出就是指企业由于日常运营活动中购买原材料、支付费用，投资活动的对外投资或购买投资性资产，融资活动中归还本金、支付利息等流出企业的现金。现金净流量是指企业某一时点或某一时期现金流入与流出的差额。

④按现金流量所产生的具体领域不同，可以分为经营活动现金流量、投资活动现金流量和筹资活动现金流量。经营活动现金流量是指企业经营活动中产生的现金的流量，包括经营活动的现金流入量与经营活动的现金流出量。如果流入量大于流出量，经营活动现金净流量就是正值；如果流入量小于流出量，经营活动现金净流量就是负值。投资活动现金流量是指企业在投资活动中所发生的现金流量，包括企业在资本性支出、公司收购、金融工具上投资，对未合并子公司投资等方面的现金流出，以及出售投资、报废固定资产、出售分部、出售应收票据、出售股票等产生的现金流入。筹资活动现金流量是指企业的筹资活动中所发生的现金流量。企业举借短期负债或长期负债、吸收投资、发行股票等将会引起现金流入，归还借款、支付利息、支付现金股利等将会引起现金流出。

圆) 现金流量的特征

企业的现金流量除了具有创值性周转、按比例并存、有节奏继起、动态平衡等基本特征外，还会因企业的类型不同、企业所处的发展阶段不同、企业的健康程度不同而具有不同的特征。

(员) 不同类型的企业现金流量的特征

不同类型的企业（如传统产业与高新技术企业、工业企业与商业连锁企业、轻工业企业与重工业企业），其现金流量的特征不尽相同。主要表现是各类型企业的经营活动现金流量、投资活动现金流量与筹资活动现金流量之间或某一现金流量内部的数量比重不同、时间分布不一样、结构状态有差异。例如，传统产业与高新技术企业相比，高新技术企业投在研发方面的投资活动现金流量比重较大，而传统产业投资在一般固定资产上的投资活动现金流量较大。工业企业与商业企业相比，商业企业在经营活动中会产生负的运营资本需求，导致商业企业不但一般不需要垫资于经营活动中，而且还可以从经营活动中获取一定的富余现金用于其他经营或投

资活动等。轻工业企业与重工业企业相比，重工业企业占用在固定资产的投资活动现金流量较多，而轻工业企业占用在经营上的经营活动现金流量较多。

(圆) 不同发展阶段企业现金流量的特征

处于不同发展阶段的企业，其现金流量也具有不同的特征。在不同发展阶段，企业现金流量在经营活动现金流量、投资活动现金流量、筹资活动现金流量上的数量分布、时间分布、结构分布以及现金净流量等方面是有很大的差别的。

高成长企业可能是负的现金净流量，而衰退期企业可能有大量的正的现金净流量。一个处于成长期的企业，其经营活动现金流量通常很低。因为市场接受企业需要一个过程。与此同时，公司可能需要大量投资以提高产品的生产能力和质量，从而尽快塑造受消费者欢迎的品牌。而进入衰退期的企业，虽然现金流入减少，但由于投资减少，因此其现金净流量反而增加。从理论上分析，经营活动的现金净流量与投资活动的现金净流量之比较，永远是一个企业的筹资活动现金净流量。若前者大于后者，表示应支付给股东或应还债务的数额，即筹资活动是负现金净流量；若前者小于后者，表示股东投入现金或增加负债，即筹资活动是正现金净流量。由此可见，筹资活动某种意义上是调节经营活动现金流与投资活动现金流平衡的手段。

(猿) 不同健康程度企业现金流量的特征

一个经营良好的公司，一般情况是其经营活动现金净流量为正，投资活动现金净流量为负，筹资活动现金净流量为正、负相间，总的现金净流量为正。

患有“甲亢病”的企业患有投资亢奋症。一般经营活动现金流量状况较好，有大量的正的经营活动现金净流量。这种企业为了运用这些现金流量，可能会大举投资。这样的企业还可能伴有融资过量症，投资现金流巨负。

患有“糖尿病”的企业患有融资饥渴症。经营活动现金净流量可能是正的，但进一步扩大经营规模就可能会出现较大的负的经营活动现金净流量，所以融资饥渴可能是由扩大经营规模引起的。企业可能为了扩大领域而增加项目投资，这就可能出现较大的负的投资活动现金净流量。这时，企业的融资饥渴可能是由扩大投资引起的。融资饥渴也有可能是由于企业有较大的外债到期，这时企业融资现金流可能是负的，需要归还旧的借款或支付以往的利息。最令人担忧的情况是：融资饥渴是由这三者共同引起的。

患有“血液病”或“心血管病”的企业可能患有造血机能障碍症或血液运转不灵症。这时企业的经营活动净现金净流量为负，说明企业经营情况不佳，通过经营活动产生现金流的能力较差；或者说明企业的经营资金周转不灵，可能存在存货积压、赊账过多等不利因素，导致现金流流转不畅。如果总的现金净流量仍为正，说明企业是通过投资收益、出售资产、大量举债、吸收股东投资等活动来维持现金周转的。安然公司在破产前，盈利连年大幅度增长，但经营活动现金净流量为负，完全依靠出售资产、对外投资及作假来实现巨额“盈利”。

现金流量管理的含义

正因为无效的现金流管理将带来非常严重的后果，有些经营管理的论著甚至将

营业现金流最大化作为企业唯一的目标。实现这一目标的方法有：增加销售、缩短收入票据和赊款贴现周期、延长支付票据和赊购款的兑现周期、减少库存等等。简单地运用这些普通的管理办法可能并不需要什么现金流的知识，因而他们并不是完全意义上的现金流管理，虽然这些管理方法也是现金流管理的重要组成部分。真正意义上的现金流管理是有计划地管理现金，并使其价值最大化的行为。为此有两点必须明确：

第一，现金剩余过多是低效率的表现，而不是现金流管理的真正目标。

产生丰厚的经营活动现金净流量的目标不是将现金积攒起来，而是将其投入到能够产生利润的领域中去。否则就应当向股东分派股利，由股东去寻求更好的投资方向。因此，高效率的现金流管理不是将现金积攒起来，而是利用营业现金流量获取更多的现金，再将其作为投资现金流量进行有效的对内或者对外投资。也就是说，现金的取得和现金的使用都是现金流管理的内容。只有这样才能实现现金流管理的真正目标——公司价值的持续增长。

因为利用从经营活动中获取的现金从事什么样的投资活动，完全依仗经营者是否具有超前的眼光，所以只要看投资活动现金流量，就能够明白经营者对于未来的展望及其事业发展的思路。

投资是多方面的，投资活动现金流量不只是采购机器设备，建立什么样的子公司、在实验研究方面投入多少资金也都包括其中。人事费用通常是划归经营活动现金流量的，但是将培养或引进管理人才和技术人才的现金支出划归为投资活动现金流量更为妥当。特别是现在，企业处于环境剧烈变化的低增长时期，绝对需要具有先见之明，并且能够朝着既定目标制订计划、进行管理的人才，也需要各种能够为企业创造领先优势的技术人才，否则将会影响企业的长远发展。同样，运用在公司的组织结构完善和发展方面的资金也应当视为必要的投资，因为组织结构决定了组织的活力和适应能力。

第二，作为使现金流量最大化的手段，必须建立能够即时收集相关信息的系统。

现金流管理建立在大量的信息的基础上。随着(会计核算软件、财务软件)软件的出现，努力实现信息的“即时收集”和“共同享有”，为现金流量管理提供了技术支持，使之成为可能。

现金流量信息的收集系统，不应该只是向股东进行汇报的系统，而应该是能够提高经营效率的系统。这样的投资才能成为真正有意义的系统投资，这样的现金流管理才是真正意义上的现金流管理。为此，不仅需要收集有关现金流量方面的信息，还需要建立能够即时收集所有信息的系统，并在这些信息间建立联系，从而实现有意义的信息共享。因为只对现金流量信息本身进行各种各样的分析是无法使其在经营活动中起任何作用的。销售、人事、组织、商品流通等企业活动的所有领域中都可能发生现金流动，因此，如果不将这些信息与数据联系在一起，就无法使现金流量信息在经营活动中起作用。

比如，工资对现金流动产生很大影响，如果只为了实现经营活动现金流量最大化，那么自然就要在控制工资方面做出努力，但是为企业创造利润的是人，在讨论有关工资方面的现金流量时，最需要解决的问题就是如何建立组织机构、如何对人员进行合理配置以提高竞争力、如何使现金流动更加有效率等等。如果不站在这个角度上讨论现金流量，那么所有的讨论只能成为空谈。

另外，在讨论现金流量以及效率时，必然会触及“压缩库存”的问题，但是无论怎样调整损益表或现金流量表，都不可能达到消减库存的目的。要压缩库存，必须将销售、商品流通信息与现金流量、损益信息挂钩。

此外，过去的现金流量分析是对结果进行评价，确实重要，但只靠这种分析无法对未来进行预测。要对销售、人事、商品按计划采取合理行动，如果做不到有效的现金流量预测，就无法突破现状。预测未来的现金流量就要像前面所说的那样，根据“经营活动现金流量”、“投资活动现金流量”、“筹资活动现金流量”三大分类分析其规律性，并据此编制出至少两年的预测表。表的形式多种多样，不能一概而论说哪一种最好，可以根据要达到的目的和企业的实际情况酌情而定。

ERP就是用标准化应用软件构筑起来的生产管理、财务管理、人事管理等方面管理的系统，能够对财务管理、物流管理、生产管理、库存管理、客户关系管理和供应链管理等进行全面的集中管理，使公司所有的经营资源得到有计划的充分利用，从而能够在收集公司制定战略政策所需的信息方面做出贡献。近来，采用ERP软件的公司越来越多，即使中小企业也都逐步实现了计算机网络化。

[案例分析] 华为的棉袄就是现金流

——华为总裁任正非 2004年在公司会议上的讲话^①

看看美国的现状：现在整个网络投资极度过剩，没有销售空间。大公司都没有生存空间了，小公司更加困难。大公司为什么死不了？是银行不让它死，不是它自己不想死。马可尼之所以宣布破产，其实就是和银行的谈判失败。再借它 1 亿英镑，1年后把毛利提高到 10%；不借它 1 亿英镑，它就宣布破产，宣布破产后就可以赖账。最后，和银行的谈判失败，它就宣布破产了。环球电信破产了，银行就被套住了。这种连环性的社会影响还会在相当长的一段时间内才能完成。在这种情况下，我们公司要以守为攻。

大家总说“华为的冬天”，那棉袄是什么？就是现金流。存在银行、仓库的钱算不算现金流呢？算，但总是会坐吃山空的。所以必须要有销售额。大家对销售额的看法有时有问题。大家以为我卖的设备原来是 1000 元钱，我 800 元卖掉了就亏 200 元。这种合同坚决不做。但是如果坚决不做，公司就亏损了 1000 元，因为所有的费用都分摊了。在座的开会用的桌子，屁股坐的椅子费用都分摊进去了，还要多拿 200 元贴进去才能解决这个问题，甚至可能还不止这个数。如果亏了 1000 元钱卖，能维持多长时间呢？就是消耗库存的钱。消耗，消耗，消耗，看谁能耗到最后。谁消

^① 载《中华企业家》，2004(源)。

耗得最慢，谁就能活到最后。市场就是这种规律。所以说，现在对现金的把握是非常重要的。

几年前，我组织市场财经部，大家死都不愿意去。现在一看，市场财经部的人，哗啦啦老升官、升高官、到国外升官。大家看市场财经部的人升得很快，心里不舒服。没办法，不升他升谁呀？不升他，在国外那么大的合同，钱拿不回来怎么办？那是棉衣啊！大家一定要转变啊！现在有市场经验的人也可以转到市场财经部。用你的思维方法做这个事的话，你会更有前途。纯粹的财务人员就没有市场人员有前途。因为在国外做销售有两个条件：一是把技术澄清——讲清楚是怎么一回事；二是把商务澄清。商务澄清就是商务承诺，讲好融资条件和手段。现在国外销售前景越来越清晰，证明几年前进行市场财经部的建设是正确的。

现金流必须要有销售规模来支持。现在一投标，西方公司的价格与我们差不多。我们有什么优势？我们没有优势。我们以前说我们的优势是质量高、价格低。现在价格低不敢说了，再说价格低就亏得厉害了。我们的优势在一定程度上在消失和衰退，但是我们还是有比较好的方法、手段。只要多（接上）几口气，我们就活过来了。“家有粮，心不慌”。在深圳，口袋里有钱，心就不慌。在最关键的历史时刻，我们一定要重视现金流对公司的支持。在销售方法和销售模式上，要改变以前的粗放经营模式。我宁肯卖得低一些，一定要拿到现金。这个冬天过去，没有足够现金流支撑的公司，在春天就不存在了。这个时候我们的竞争环境就会有大幅度的改善。西方公司由于巨大的财务泡沫对他们已产生了打击的影响，他们自己已经乱了阵脚。乱了阵脚，我们做什么呢？乘胜追击，争取更多的市场、更多的机会，我们就能活到春天。活到春天，我们存的粮食吃光了，再种。

我认为大家要帮助安圣（安圣电气由华为于 1995 年卖给美国艾默生——编者注）的工作。我认为以后这种市场分析会，应该通知安圣每个办事处都来一个主任培训培训。我们现在账上还有几十亿现金存着，是谁送给我们的？是安圣。人家给我们送来的棉袄够我们穿两年的啊！我们如何能在穿着棉衣暖和的时候，忘了做棉衣的人？这怎么行啊！

现金流量及其度量

营业净现金流、投资现金流、资产净现金流、筹资现金流

(员) 营业净现金流

营业活动产生的净现金流量即营业净现金流（晕扮云），是指一定时期由营业活动引发的净现金的流量。

营业净现金流（晕扮云）越营业现金流入原营业现金流出

营业现金流起源于损益表的营业收入和营业费用。营业收入指销售收入净额。营业费用指销售成本、销售及管理费用、折旧以及税金的总和。但是，并非所有的收入和费用都生成或耗用现金。费用的增加也不一定反映为相应的现金流出。那么

我们怎样计量营业收入和营业费用产生的现金流呢？

$$\text{销售现金流入} = \text{越销售收入} \text{原} [\text{应收账款} (\text{期末}) \text{原} \text{应收账款} (\text{期初})] \\ \text{越销售收入} \text{原} \Delta \text{应收账款}$$

其中，“ Δ 应收账款”表示该期内应收账款的变动额。

营业现金流出包括：采购货物成本、销售及管理费用（ Δ 销售及管理费用）中的现金支出。其中不包括与现金无关的折旧支出。营业现金流出的计算方法是：

$$\text{营业现金流出} = \text{越采购现金支出} \text{垣} \text{销售及管理费用} \text{垣} \text{税金} \text{的现金支出}$$

其中：

$$\text{采购现金支出} = \text{越采购成本} \text{原} [\text{应付账款} (\text{期末}) \text{原} \text{应付账款} (\text{期初})] \\ \text{越采购成本} \text{原} \Delta \text{应付账款}$$

$$\text{采购成本} = \text{越销售成本} \text{垣} \Delta \text{存货}$$

其中，“ Δ 应付账款”表示该期内应付账款的变动额，“ Δ 存货”表示当期存货变化量。整理以上公式后可知：

$$\text{采购现金支出} = \text{越销售成本} \text{垣} \Delta \text{存货} \text{原} \Delta \text{应付账款}$$

$$\text{销售及管理费用和税金的现金支出} = \text{越销售及管理费用} \text{垣} \text{税金} \text{垣} \Delta \text{预付费用} \text{原} \Delta \text{预提费用}$$

最后得出“营业现金流出”的计算公式为：

$$\text{营业} \text{越} \text{销售} \text{垣} \text{销售及} \text{垣} \text{税金} \text{垣} \Delta \text{存货} \text{垣} \Delta \text{预付费用} \text{原} \Delta \text{应付账款} \text{原} \Delta \text{预提费用} \\ \text{现金流出} \text{成本} \text{垣} \text{管理费用}$$

$$\text{营业} \text{越} \left(\text{销售} \text{原} \Delta \text{应收} \right) \text{原} \left(\text{销售} \text{垣} \text{销售及} \text{垣} \text{税金} \text{垣} \Delta \text{存货} \text{垣} \Delta \text{预付} \text{原} \Delta \text{应付} \text{原} \Delta \text{预提} \right) \\ \text{净现金流} \text{收入} \text{原} \text{账款} \text{原} \text{成本} \text{垣} \text{管理费用} \text{垣} \text{费用} \text{原} \text{账款} \text{原} \text{费用} \text{垣} \\ \text{越} \left(\text{销售} \text{原} \text{销售} \text{原} \text{销售及} \text{原} \text{税金} \right) \text{原} \left(\Delta \text{应收} \text{垣} \Delta \text{存货} \text{垣} \Delta \text{预付} \text{原} \Delta \text{应付} \text{原} \Delta \text{预提} \right) \\ \text{收入} \text{成本} \text{垣} \text{管理费用} \text{原} \text{税金} \text{原} \text{账款} \text{垣} \text{存货} \text{垣} \text{费用} \text{原} \text{账款} \text{原} \text{费用}$$

移项后的公式中，第二个括号内前三项是企业营业资本的变动额，后两项是企业营业负债的变动额。我们知道，营业资产和营业负债的差额表示企业在营业周期内的净投资，即营运资本需求（ Δ 营运资本需求）。因此可将第二个括号的内容表示成营运资本需求的变化值，即 Δ 营运资本需求，可得：

$$\text{营业净现金流} = \text{越销售收入} \text{原} \text{销售成本} \text{原} \text{销售及管理费用} \text{原} \text{税金} \text{原} \Delta \text{营运资本需求}$$

当然，营业净现金流也可以表示成盈余与投资之差，即：

$$\text{营业净现金流} = \text{越盈余部分} \text{原} \text{投资部分}$$

其中，盈余部分是“销售收入 原 销售成本 原 销售及管理费用 原 税金”，投资部分是公司营运资本需求的变化量。

（圆）投资现金流

投资现金流是指投资活动产生的现金流，包括企业通过取得或收回投资、构建和处置固定资产、无形资产和其他长期资产等投资活动所产生的现金流入和流出。

云粤月（财务会计准则委员会）在财务会计准则第 25 号公告中（云粤月 25 号公告），把投资活动产生的现金流量定义如下：

投资活动包括贷款的发放与收回，负债或权益证券、地产、厂房和设备以及其他生产性资产的取得与出售。其他生产性资产是指企业拥有的或用以生产产品或劳务的资产（而不是指构成企业存货的一部分的原材料）。

云云进而把投资活动产生的现金流入和现金流出描述为：

投资活动产生的现金流入：

云云收回或出售企业所发放的贷款和企业所购买的其他主体的债务票据（非现金等价物）所收到的现金。

云云出售其他主体的权益性证券以及这些证券所得报酬的现金流入。

云云出售财物、厂房和设备以及其他生产性资产所收到的现金。

投资活动产生的现金流出：

云云企业发放贷款以及取得其他主体的债务票据（非现金等价物）的现金支出。

云云取得其他主体权益性证券的现金支出。

云云购买地产、厂房和设备以及其他生产性资产时或购买前不久支付的现金。

因此，投资活动现金流量的定义包括作为金融或固定资产投资的现金流出，以及处置这些投资时获得的现金流入。

投资净现金流 = 投资现金流入 - 投资现金流出

$$\begin{aligned}
 & \left(\begin{array}{cccc} \text{出售} & \text{投资} & \text{利息及} & \text{其他与投资} \\ \text{无形资产及其他} & \text{收回} & \text{股利收入} & \text{有关的} \\ \text{长期资产的现金流入} & \text{现金流入} & \text{现金流入} & \text{现金流入} \end{array} \right)_{\text{原}} \\
 & \left(\begin{array}{ccc} \text{购建} & \text{长期} & \text{长期} \\ \text{无形资产及其他} & \text{投资} & \text{投资} \\ \text{长期资产的现金流出} & \text{现金流出} & \text{现金流出} \end{array} \right)
 \end{aligned}$$

(猿) 资产净现金流

由企业的营业和投资活动产生的净现金流量总和计量的是由企业的投入资本创造的净现金流。这样计量的现金流常称作自由现金流（云云）。自由现金流也有多种定义方式，这里我们把由企业的经营和投资活动引发的净现金流量之和定义为资产净现金流。

在一个公司的总净现金流中，资产净现金流是由投入资本产生的现金流。总净现金流的其他部分来自筹资现金流。资产净现金流相当于管理资产负债表中的占用资本。

资产净现金流 = 经营净现金流 + 投资净现金流

(源) 筹资现金流

筹资现金流是指企业筹资活动所产生的现金流，具体包括企业吸收投资、借入资本、发行股票和债券、分配利润、偿还债务、支付利息等筹资活动而产生的现金流入和流出。

云云广泛地定义了筹资活动：筹资活动包括从所有者那里获得资源，并对他们的投资提供一定的报酬；借款和偿付借款或用其他方式解除义务；获得及偿付用长期信用从债权人那里得到的其他资源。

云云又进一步以下列方式澄清了筹资活动产生的现金流入或流出的性质：

筹资活动产生的现金流入：

云云发行权益性证券所获得的现金。

发行债券、抵押券、票据和其他短期或长期借款所获得的现金。

筹资活动产生的现金流出：

支付给所有者的股利或进行其他分配所导致的现金支出。

偿还借款的现金支出。

偿还长期信用债权人的其他现金，支付给所有者的利息或进行其他分配所导致的现金支出（包括购回本企业权益性证券所支付的现金）。

筹资活动产生的现金流量 = 权益性资本增加 + 长期债务资本增加 + 短期借款增加 - 偿还长期借款原利息 - 支付股利

常用现金流和营业净现金流

常用现金流（通常指经营活动产生的现金流量）是一种最常用的现金计量方式，也可叫作现金收益。通常表示为税后利润（扣除折旧）与其他非现金科目之和。

常用现金流 = 税后利润 + 折旧

可以从利润表中直接得到常用现金流，而省略了资产负债表中有关项目的调整。但利润表中常常存在与现金项目无关的科目。可见，常用现金流并非真正的现金流。那么，它与营业净现金流有怎样的关系呢？

常用现金流也可以用下式表示：

常用现金流 = 销售收入 - 销售成本 - 销售及管理费用 - 净利息费用 - 税金

比较以上两个公式可得：

营业净现金流 = 常用现金流 + 净利息费用 + Δ 营运资本

其中， Δ 营运资本表示公司营运资本需求的变化量。

可见，只有在以下两个条件同时满足时，常用现金流才与营业净现金流相等：（1）公司营运资本需求没有变化（ Δ 营运资本 = 0）。（2）净利息费用为 0（这种情况一般不会出现）。

自由现金流量

1. 自由现金流量概念的提出

人们一直在寻找最具有分析价值的指标，试图通过这个指标对公司进行综合的评价。在这个过程中先后出现了净利润、经营活动现金净流量和自由现金流量（FCF）的概念。自由现金流量概念的提出是因为人们逐渐认识到利润指标、经营活动现金流量在用于财务分析时存在局限性。为了弥补这种分析上的不足，才提出了这个更具有相关性的概念——自由现金流量。

（1）利润指标及其局限性

许多证券分析师、基金经理和投资服务机构强调净利润是最重要的财务指标。在大量的研究报告、证券新闻中经常会用到这一指标，并会结合股利、市盈率等信息衍生出新的指标，例如最近会计年度的每股收益、前四季度的每股收益、历史和预测的收益、每股主要收益、完全摊薄每股收益、非常项目收益等。

但是与此同时，会计师、银行家、企业经营者和证券分析师又对利润的定义和计算有较大的争议。因为会计准则要求公司依照权责发生制记录会计事项，经营实

体可能在现金实际收到之前就必须计算收益或利润，也可能在现金未支出之前就计算成本或费用。为此，会计准则规定了许多可供选择的会计政策和会计估计方法，允许公司针对特殊环境进行选择并运用适宜的会计记账方法。这就造成各家公司采用各式各样的方法确认收益、费用、分配跨期成本等等。公司还会根据新的法规要求修改以前的会计数据。

会计准则赋予不同行业、不同经营环境中的企业较大的会计方法选择权，以使得会计准则具有灵活性。因为现实生活中没有两家公司是一样的，必须给予公司经理足够的空间，选择适合本企业的会计方法。但是，会计方法的不同使会计利润有很大的可调整性，使不同企业甚至同一企业不同期间的利润缺乏可比性，并且使会计利润的增减变动具有更强的不可预测性。这样，基于会计利润的各种评估方法就显得十分脆弱。一方面，即使是经验丰富的证券分析师也只能对某一个行业的会计方法及其选择有比较彻底的理解。他们分析得出某一支股票的价值被低估或者高估的意见可能较为可靠，但当财务分析是用于识别行业的吸引力从而决定投资方向时，分析师的意见可能就不具有很好的参考价值了。另一方面，虽然许多媒体将分析师对公司未来利润的预测作为权威数据进行披露，但是多年的统计数据表明，他们的预测往往与实际有较大的差距。这当然与实际的经营活动具有不确定性有关，但是也与会计利润的计算方法本身存在的问题有直接的关系。因此，无论是历史的，还是预测的会计利润信息在用于财务分析时都存在局限性。这正是促使人们寻求新的分析指标的动力所在。

（圆）经营活动现金净流量及其局限性

基于利润指标的财务分析受会计方法、会计估计、收入和费用确认的具体原则的影响。为了使利润指标更具有分析、比较价值，需要仔细地检验递延资产账户、库存账户、折旧、投资活动的记账方法、接收捐赠的公司股票或其他资产、收入的确认方式、报表附注上的负债等等。投资者对财务报表的术语的认识相当有限。例如，一般投资者难以理解市盈率低于市场平均水平的公司为什么将来可能会面临财务危机。这些现实因素促使人们寻求可以在不同企业之间进行比较的新的评估方法。新的估计方法必须与企业所用的具体的会计方法无关。基于现金流量的估价方法正是适应这样的需求而开发的财务分析方法。它对企业采取何种记账方法并不敏感，相对利润而言更不易受企业管理层的控制，并且可以用于检验企业利润的质量。

首先，投资者一般不会选择经营活动现金流量为负值的公司，而喜欢从经营活动现金流量为正值的公司中寻找投资对象。负的经营现金流量表明，该公司管理层不能合理处置公司的各项资产，或其资产产生现金的能力出现困难。例如，对于非易耗消费品行业，在其源-愿年的行业周期中，经营应当较为稳定，每年的经营活动现金流量应当为正值，而且还保持比通货膨胀率高的增长率。对一些周期更长的行业来说，则可以稍微放松标准，将那些在愿年中至少有近年都未产生正的经营现金流量的公司排除在外。金融服务行业（或短期投资比例非常大的公司）

是个例外。因为这类公司现金流量为负往往是由于购买股票或者使用现金等造成的。

其次，人们通常将价格与经营活动现金流量之比（即现金流量乘数），作为评估股票价值的指标。通常，具有相同的净利润指标的公司中，现金流量乘数越小的公司，其资产产生现金流入的能力越强，相对利润质量越高。考虑到其他市场因素的影响，许多证券分析师认为，当某一股票价格等于经营活动现金流量的三倍时值得买入。

虽然经营活动现金净流量与净利润相比，对检查企业的财务健康状况和价值评估更合理，但是它仍旧存在缺陷，主要表现在两个方面：

一方面，公司公告本期的经营活动现金流量可能包括了非常现金流量部分，如根据法院裁决必须支付的或收取的保险赔偿金。这些类似的现金流量在以后的经营过程中再次发生的概率很小，因此计算经营活动现金流量时必须将这部分非常现金流量排除在外。但是，当公司仅提供运用间接法推出的经营活动现金流量时，分析师一般较难准确计算出必须排除的非常现金流量部分。

另一方面，人们对于经营活动现金流量的关注并不是要求某一期间取得大量的现金流入，而是要求企业能够持续运营，具有不断增长的现金流量。如果以经营活动现金流量为指标，会促使公司为了追求当期较高的指标值，而不对产生持续现金流量的资产和经济活动进行再投入，从而造成竞争能力下降、主营业务萎缩，直至最终破产。相反，那些为了保持持续发展能力的公司在生产设备更新、分销网络维护、管理工具更新方面投入了大量的现金，造成现金流量指标质量的下降。正是因为激励和区别具有持续发展能力的行为方面存在缺陷，经营活动现金流量指标的有效性大打折扣。为此，财务分析师们引入自由现金流量的概念。

（猿）自由现金流量概念的提出

自由现金流量是指除了在库存、厂房、设备、长期股权等资产上所需投入的资金外，企业能够产生的额外的现金流量。如果在持续经营的基础上，企业除了维持正常的资产维护外还可以产生更多的现金流量，那么该企业就有正的自由现金流量。企业可能将自由现金流量以股利的形式派发给股东，或者将自由现金流量留在企业中产生更多的自由现金流量。由此推断，具有较高自由现金流量的企业在以后的生产经营中就可以产生越来越多的净现金流量，从而其市场价值应当逐步升高。也就是说，自由现金流量也可以作为投资选股的重要参考指标。

人们对自由现金流量指标的一个发展是周转率（~~现金流量乘数~~）指标，即自由现金流量与总市值的比率。它通常被作为选股标准。实证研究表明，自由现金流量占公司总市值的比率高的公司有明显的超额回报。另外，一些金融管理公司认为自由现金流量乘以 3 倍相当于其股票价值。他们运用这一准则来判断哪些公司已经被市场低估，从而将之作为收购、兼并的对象。

用自由现金流量指标作为评价公司未来价值的依据时，必须注意如何分析市场的反应。也就是说，如果简单以股票的市场表现作为衡量股票投资价值的指标可能

会得出与自由现金流量理论相反的结论。有时，具有负的自由现金流量的公司受到市场的追捧，而那些自由现金流量为正的公司的股票价格反而处于下跌的状态。

出现这种情况的原因在于，当公司处于高速膨胀期（即公司在销售和经营活动现金流量两方面都表现为高增长率，而且未来也可能保持较高的增长率）时，这类公司增发股票以扩张并不困难。此时，其自由现金流量可能出现负值。当这样的公司自由现金流量为正值时，可能反而不再受到市场的欢迎。因为投资者认识到该公司已经进入成熟期，不会再有大的增长势头，不再需要大量的资金投入。此时经营活动产生的现金流入足以应付维持现状所需的资金，当然就没有必要再进行融资，自由现金流量自然也就为正值。这样的公司甚至可能因为找不到更好的投资项目，不得不以股票回购的形式提高股票对于股东的价值。

但是从长期来看，一个公司持续产生负的自由现金流量，同时又没有具有吸引力的项目用于增发新股，那么它将有清算或破产的可能。

圆) 自由现金流量的计算

与经营活动现金流量不同的是，自由现金流量没有严格的定义，因此它被蒙上了一层神秘的面纱。其名称众多，如袭击者现金流量（~~袭击者现金流量~~）、超额现金流量（~~超额现金流量~~）、多余现金流量（~~多余现金流量~~）、可分配现金流量（~~可分配现金流量~~），以及可自由使用的现金流量（~~可自由使用的现金流量~~）。然而，这些名称的假设前提是一致的，即在不影响成长前景的情况下公司可以分配给股东的最大现金。

在介绍自由现金流量的具体计算方法之前，有必要再次强调计算自由现金流量的目的。当期的自由现金流量可以用于分析公司目前的资金状况，同时也被用于预测将来的自由现金流量，从而用于公司价值的评估。所以，自由现金流量的计算不仅要考虑在现有报表中取得数据的可能性，还应当考虑如何才能较为方便、合理地进行预测。

计算和预测自由现金流量的方法有两种：直接法和间接法。在直接法下，现金流量分析师通过估计经营活动现金流量的构成，估计其中的酌量部分（~~酌量部分~~），再分析和预测主要的固定资产投资及其中的随意部分。在间接法下，现金流量分析师从当期现金的变动开始，对影响自由现金流量的各种事项进行调整，将那些不是为了企业持续经营而发生的现金流动都从现金变化中剔除。下面介绍具体的计算方法。

方法一：直接法计算自由现金流量。

(员) 计算公式

按标准普尔的定义，自由现金流量的一般定义是税前利润减去资本性支出。而在美国，大多数投资者计算自由现金流量时一般使用如下的公式：

自由现金流量 = 越 税前利润 - 垣 折旧和摊销 - 原 资本性支出

应当注意，自由现金流量的简单定义运用了经营活动现金流量的粗略估计，即净利润加上折旧和摊销。以前，经营活动产生的现金流量和对利润有影响，但对现

金无影响的数据并不公布，人们只能用大致的估计方法。这种估计方法在数据不全的情况下较为合理，相对来说也比较简洁。然而现在，经营活动现金流量按规定要在财务状况表中定期公布，人们可以利用现成的信息进行更深入的分析。不过在实际工作中，简单的估计方法仍然得到较多的应用。

无论是利用简单算法还是从现金流量表中直接取得经营活动现金净流量的数值，自由现金流量计算的难点并不在于经营活动现金流量的计算，而在于资本性支出及其随意性部分，以及经营活动现金流量中的随意性部分的确定。

(圆) 随意性资本性支出的计算

关于资本性支出有三点需要明确：

第一，企业所有的酌量支出中，最需要谨慎处理的就是资本性支出，因为资本性支出通常是现金流量表中最大的现金使用项目，而且其资金的收回往往要经历多个会计期间。这就要求投资者必须仔细审查企业的资本性支出是否必要。在实际经营过程中，企业除为了维持公司的持续经营和发展所必须的投资外，还可能会有一些随意的资本性支出。在自由现金流量计算公式中扣减的资本性支出仅指那些必须的支出，而那些不是为了公司未来业绩增长而随意花费的资本性支出也是自由现金流量，因为这笔现金本来可以分配给股东，而且对公司的成长也没有任何影响。

第二，有些证券分析人员热衷于考察那些“维持性”资本性支出的项目。也就是说，他们认为资本性支出只要足够维持当前的生产能力即可。这实际上是一种错误的观点，因为任何资本预算都应该考虑企业将来的需求。

第三，在考虑公司将来发展需要的前提下，确定合理的资本性支出限额对公司意义重大。因为如果超过了合理的限度进行投资，可能会造成公司在正常经营活动过程中资金不足，被迫削减当前的生产能力，会导致公司的现金状况进一步恶化。

资本性支出有赖于经济、行业和企业的自身条件，更有赖于其经营业务的预期增长率，这就使得预测资本性支出非常困难。通常由管理层来估计资本性支出。

预测资本性支出的一种方法就是将销售成本的增长率同资本性支出的增长率相比较。假设为了维持某一特定的销售成本增长率，资本性支出应该以大致相同的增长幅度增加。如果发现在某一会计期间内资本性支出的增长率明显高于销售成本的增长率，那么有理由认为投资过度。并且这个过度投资就是随意性资本性支出。它可以被看成是自由现金流量。表 5-1 列示了一个简单的例子。

首先，估计最近三年资本性支出和产品销售成本的年平均增长率。以 1994 年资本性支出为例，与 1992 年相比，其三年资本性支出增长了 1.5 倍（ $\frac{1.5 - 1}{1} = 0.5$ ），平均每年增长 0.5 倍（ $\frac{0.5}{3} = 0.167$ ），因此三年平均增长率为 0.167。用同样的方法计算出销售成本的年平均增长率。之所以采用四年的数据是为了均衡两种误差：一方面，随着时间的变化，企业的变动可能很大，选择过长的时间段可能会导致不当的比较；另一方面，时间过短则有可能不能包含一个完整的周期，不能剔除掉一些由经营周期导致的合理波动。

摇摇表 缘-员 随意性资本性支出的计算

支出项目	年度							
	园园猿	园园园	园园员	园园园	员员怨	员员愿	员员苑	员员远
资本性支出 (百万元) ①	缘园	苑园	园园	员园	员园	愿园	员园	缘园
资本性支出三年平均增长率 (豫) ②	原园	原园	员园	原园	源园	—	—	—
产品销售成本 (百万元) ③	苑园	远园	苑园	苑园	远园	远园	缘园	缘园
产品销售成本三年平均增长率 (豫) ④	员园	园	源园	怨园	怨园	—	—	—
资本性支出过度增长率 (豫) ⑤ 越②原④	园	园	源园	园	猿园	—	—	—
随意性资本性支出 (百万元) ⑥ 越①伊⑤	园	园	苑园	园	源园	—	—	—

摇摇其次，用资本成本增长率减去产品销售成本增长率得到资本性支出过度增长率，也就是应当记入自由现金流量的资本性支出。如果为负数则记为园。理想情况下，应该使用一个能够准确度量企业输出能力的指标来考察投入的增长率。这种投入增长率要足够支持产出的增长水平。而实际中并没有一个指标能够完全准确的表明企业生产能力的提高，所以需要进行估计，或者选择一个替代性的指标。这里选择了产品销售成本作为度量企业产出增长指标，因为它包含了产品成本的所有组成部分。假设投入和产出的价格波动情况一致，那么产品销售成本和资本性支出的增长率就能很好地代替实际的产出和投入的增长。资本性支出的增长率超过产品销售成本增长率时，将超出部分看作随意性资本性支出；而在资本性支出的增长率小于产品销售成本增长率时，认为公司可能因为技术或其他原因导致生产效率提高，而不需要增加相应的资本投入。因此，我们不在自由现金流量中扣除这部分“需要”的资本性支出。

最后，用资本性支出过度增长率乘以当年的资本性支出，得到随意性资本性支出。例如园园园年随意性资本性支出为苑园百万元（员园园伊源园），员员愿年为园（即没有随意资本性支出）。根据这些计算，用经营活动现金净流量减去总资本性支出，再加上随意性资本性支出，可得到估计的自由现金流量。

(猿) 随意性日常经营支出的估算

与投资一样，公司日常运营中也可能存在不是为了保持业绩增长所必须的开支。随意性支出中的一个主要组成部分就是公司的日常管理费用，通常我们称其为公司脂肪（精或糖或糖）。公司脂肪是指过度开支，通常隐藏在销售费用、管理费用、产品销售成本、广告费用、研发（砸驭阅）费用中。尽管公司脂肪是一个贬义

词，但是同任何生物一样，每个公司都需要它。可是它究竟应该占多大比重才是合理的则很难确定。

1980年到1985年的经济衰退对美国和其他国家的公司成本结构产生了巨大的冲击。柯达、高露洁和日立等在行业中相对处于领先地位的大型公司都开始严肃对待公司脂肪。他们发现同公司的增长率及其预期增长率相比，费用支出的增长率太高了。此后，管理咨询人员开始致力于研究企业的生产和流程，以决定如何在削减公司开支的同时，维持或提高公司的生产水平。研究与开发中的持续流程改进（TQM）技术使质量控制和产品变得越来越好。同时，改进的质量控制和产品又减少了企业的浪费。

因此，在计算自由现金流量时，有必要估计和预测这种随意性的日常经营支出。现金流量分析与公司其他的日常经营管理紧密相关。现金流量的估计和预测能够反映现实中的管理需求。管理人员也越来越明白现金流管理在日常经营管理中的重要意义。

在估计和预测随意性经营支出时有一种错误的方法，即比较缘到1984年内不同的开支与销售额的百分比，以此来判断某些费用是否超支。实际上，真正决定多数开支水平和开支比率的是公司的增长率及预期增长率，而产量增长（而不是收入的增长）是更为合理的指标。原因在于，收入的增长包含价格变动的的影响。如果可能的话，还应该将企业的产量增长同行业的产量增长进行比较。这时可以用行业的物价指数来消除通货膨胀对企业产品销售成本的影响。如果公司日常经营支出的增长率连续多年高于产品销售成本的增长率，尤其是高于行业增长率时，就有理由认为这些费用太高了。具体的计算方法与随意性资本性支出的计算过程相同。

方法二：间接法计算自由现金流量。

间接法估计自由现金流量就是跟踪会计期间的现金变化过程，并在此基础上进行调节。下面介绍该方法的理论推导。

假设现金来源和运用完全相等，即：

$$\Delta C = \Delta C_{\text{经营}} - \Delta C_{\text{资本}} + \Delta C_{\text{股利}} + \Delta C_{\text{投资}} + \Delta C_{\text{期末}} - \Delta C_{\text{期初}}$$

其中， $\Delta C_{\text{经营}}$ 表示经营活动现金净流量， $\Delta C_{\text{资本}}$ 和 $\Delta C_{\text{股利}}$ 分别表示通过举债和发行股票收到的净现金， $\Delta C_{\text{股利}}$ 表示公司支付的现金股利， $\Delta C_{\text{投资}}$ 表示用于资本性支出和类似投资的现金投资， $\Delta C_{\text{期末}} - \Delta C_{\text{期初}}$ 表示期末和期初的现金变化。

上式经变换得：

$$\Delta C - \Delta C_{\text{投资}} = \Delta C_{\text{经营}} - \Delta C_{\text{资本}} + \Delta C_{\text{股利}} + \Delta C_{\text{期末}} - \Delta C_{\text{期初}}$$

等式的左边是自由现金流量的传统定义，即经营活动现金净流量减去该期间的净投资。净投资主要是资本性支出。在直接法的介绍中已经明确指出，资本性支出中的某些投资可被视为随意性支出。类似地，某些经营活动支出，如对雇员和供应商的付款、研发费用也有随意性质。用 $\Delta C_{\text{经营}} - \Delta C_{\text{投资}}$ 来表示这些可随意支配的现金流出，用 $\Delta C_{\text{资本}}$ 表示营运中非随意支配现金，用 $\Delta C_{\text{股利}}$ 表示随意性资本性支出，用 $\Delta C_{\text{期末}} - \Delta C_{\text{期初}}$ 表示非随意性资本性支出。上式可表示为：

$$\begin{aligned}
 & (\text{现金流量增加} - \text{投资支出}) - (\text{现金流量增加} - \text{投资支出}) \\
 & \text{现金流量增加} - \text{投资支出} - \text{现金流量增加} - \text{投资支出} \\
 & \text{现金流量增加} - \text{现金流量增加} - \text{投资支出} - \text{投资支出} \\
 & \text{现金流量增加} - \text{投资支出}
 \end{aligned}$$

上式左边就是我们前面定义的自由现金流量，即某会计期间由持续的企业运营产生的现金减去在资本性支出中的必要投资以及其他必要的支出。等式的右边表示一种估计来自经营自由现金流量的方法。间接法不像直接法那样估计现金收入减去必要的现金支出，而是从该期间的现金变化开始，然后如等式右边描述的那样进行调整。由于诸如支付股利或偿还债务等财务事件导致现金减少，会影响现金的变化。同样，由于随意性资本性支出或者在维持公司发展需要之外的投资活动导致的现金减少也会影响现金的变化，因为它导致的现金增加或减少都应从现金变化中扣除。这种方法产生了自由现金流量的另一种估计方法，即用间接的方法来估计自由现金流量。

猿) 平均自由现金流量与自由现金流量的稳定性

以上介绍的估计自由现金流量的方法都是以一年为单位的。然而，由于经济条件、企业条件和企业决策的变动会使每年的自由现金流量出现波动，所以当分析公司的自由现金流量用于评价公司的价值时，考察几年的平均数可能更具有指导性。基于这种考虑，通常通过计算四年期平均自由现金流量，再分析平均自由现金流量的变化趋势来发现问题和预测。

现金流量分析不仅应当考虑一段时间内的平均现金流量状况，还应当考虑现金流量的波动状况。自由现金流量稳定性越高，发生财务困难的概率越低，破产的概率也就越小。因此，现金流量变动幅度很大的公司对于厌恶风险的投资者来讲是不可取的。为此，通常可以设定一个稳定指数，用四年平均自由现金流量除以年自由现金流量的标准差来度量。下面以表 源-圆中的三家公司为例来说明。自由现金流量稳定性的比较见表 缘-圆

表 缘-圆 自由现金流量稳定性比较 金额单位：百万元

公司	四年平均自由现金流量	年自由现金流量的标准差	稳定指数
①	②	③	④ 越② 衣③
粤	员圆缘缘	缘缘苑	猿源源
月	猿圆缘员	员圆缘缘	圆源缘
悦	怨圆圆	员缘缘苑	圆源圆

从表 缘-圆中可以看出，在三个公司中，粤公司的平均自由现金流量最稳定，而悦公司的平均自由现金流量最不稳定。这可能是由于三个公司所处的行业不同导致的。如果粤公司生产日常消费品，则其消费弹性是三个公司中最低的，因此

它具有较为稳定的自由现金流量。月公司可能提供的是与宏观经济关系密切的服务，因此它具有较强的周期性。悦公司产品的销售可能具有很强的季节性，或者受外部经济环境的影响巨大，因此它的平均自由现金流量及利润是三者中最不稳定的。

缘源公司自由现金流量与股权自由现金流量

公司自由现金流量扣除与债务相关的现金流量、利息支付、本金归还和新债发行，以及其他非股权性利益要求权，就得到股权自由现金流量，用公式表示如下：

$$\text{越云云} = \text{云云云} - \text{粤云云} - \text{粤云云} - \text{粤云云} - \text{粤云云}$$

粤云云 = 粤云云 + 粤云云 + 粤云云 + 粤云云

其中，云云云表示股权自由现金流量，云云云表示公司自由现金流量，粤云云表示所有与债务相关的现金流量等内容。公司自由现金流量的增长率与股权自由现金流量的增长率不同，主要是由于杠杆作用的存在。相对于公司自由现金流量而言，杠杆作用主要是促进了股权自由现金流量的增长率，即：

$$\frac{\Delta \text{云云云}}{\text{云云云}} > \frac{\Delta \text{云云云}}{\text{云云云}} > \frac{\Delta \text{云云云}}{\text{云云云}}$$

在公司不发行新债的情况下，粤云云，即：

$$\frac{\Delta \text{云云云}}{\text{云云云}} > \frac{\Delta \text{云云云}}{\text{云云云}} > \frac{\Delta \text{云云云}}{\text{云云云}}$$

具有稳定自由现金流量的公司与其他同类公司相比，可以利用较高的财务杠杆。这样的公司也更倾向于减少内部资本，增加外部资本。相应地，具有负的自由现金流量特征的公司只能具有较低的财务杠杆。但是，对于低成长却具有大量和稳定的自由现金流量的公司，财务分析师则希望其能降低债务、回购股票或增加股利。原因在于，具有大量自由现金流量的公司将自由现金流量转作偿还债务或回购股东权益时并不影响公司未来的发展。因此，自由现金流量代表了预期增长之上的增长机会，或者是无法获得的增长机会，可以用于减少不必要债务和不必要股东权益的现金。

[案例分析] 自由现金流量的应用

——马鞍山钢铁股份有限公司的案例

马鞍山钢铁股份有限公司（以下简称马钢公司）的主营业务为钢铁产品的生产和销售，表 5-1 列示了马钢公司历史自由现金流量的计算过程。计算过去自由现金流量所需的信息主要包含在公司资产负债表、利润表及现金流量表（财务状况变动表）之中。自由现金流量具体计算方法在上文已详细叙述。这里仅就一些特殊的事项做些说明。

①马钢公司为首批在境外上市的九家股份制规范化试点企业之一。自 1993 年到香港上市，马钢公司一直减按 15% 的税率征收企业所得税。预计公司以后将继续按 15% 的税率计算缴纳企业所得税。公司“递延税款”科目一直没有增减变动情况发生，预计公司以后也不会有递延税款的增减变动。

②企业在确定为日常所需而持有的货币资金的多少时认为，超过销售收入四倍的货币资金为超常持有的现金或有价证券。由于公司 1994 年合并会计报表列示经营业绩的期间为 1993 年 1 月 1 日至 1993 年 12 月 31 日，所以在确定公司 1993 年为日常所需而持有的货币资金时采用的年销售收入估计为所列示销售收入的四倍。

③营运资本净增加的计算中，营运资本净增加是营运资本的期末与期初的差额。在这里，营运资本已扣除了坏账准备等非现金支出。

④在资本净支出的计算中，固定资产处置、以固定资产投资、在建工程项目报废或毁损等事项引起的在建工程、固定资产的减少事项，以及发生无形资产处置等事项引起的无形资产的减少事项，由于上市公司从 1993 年开始才要求在年报中予以公布，故缺少 1991 年至 1992 年的数据。

计算自由历史现金流量的最重要的目的之一是预测企业未来现金流量，并且评估企业的价值。这个案例还可以继续分析——对企业未来自由现金流量进行预测，并对企业价值进行评估。有兴趣的读者可以深入分析。

继续 现金流与战略决策

继续 现金流战略及其模式

《辞海》言：战略是依据敌方军事、政治、经济、地理等因素，照顾战争全局的各个方面、各阶段之间的关系，规定军事力量的准备与运用。可见，战略本是一个军事术语。引申到其他领域，战略是指对一个国家、一个地区、一个产业、一个组织的发展全局进行的筹划。一个企业要想在竞争激烈的环境中生存和发展，就必须有一个科学的发展战略，而企业的战略是一个大系统，包括生产战略、财务战略、营销战略、人力资源战略等。

其中，财务战略是指在企业战略的框架内，以维持企业价值持续增长为目的，以促进企业资金长期、均衡、有效地流转和配置为前提的重大财务决策和资金规划。财务战略从内容上讲，包括资本市场选择战略、融资战略、投资战略、资本重组战略等。这些战略的实施都是以现金流的正常、有效、均衡的运转为前提的，或者说，他们都是对现金流的重大的合理安排，因而可以把这些财务子战略归纳到现金流战略中。所谓现金流战略就是企业对现金流的流向或节奏进行的重大的规划和决策。它从属于财务战略，又是财务战略的核心。正如美国著名战略管理专家拿破仑·麦肯锡所说的：“在制定关于资本运用和来源的战略时，最需要关注的是现金流量。”

现金流战略可以依据企业适应性特点划分为激进型现金流战略、防守型现金流战略和调整撤退型现金流战略。激进型现金流战略的主要特点是：筹资活动中，企业大量采用借入债务资金的方式解决现金不足的问题，最大限度地使用财务杠杆，或者发放大量的新股募集资金，采用与对方换股的方式解决现金短缺；投资活动

中，企业集中向新兴产业，高科技产业，高风险、高收益产业，处于幼稚期、成长期的产业进行大比例的投资。防守型现金流战略的主要特点是：企业对现金流入的增长并无特别的要求，一般不会大幅度举债，往往通过出售资产或剥离副业等方式提高现金的流动性，改善现金流量状况；强调控制现金流出，削减开支；现金资源主要用于增强原有产品的竞争力，较少投入新项目、新技术及新市场。调整撤退型现金流战略的主要特点是：企业一般采用资产剥离、出售子公司、同行转让、股本抽回、管理层收购等措施实现企业资源的重整；削减大额现金投资，控制费用性支出，一般不再大举融资。

5.2.2 不同行业生命周期现金流战略的选择

每个行业都要经历一个由成长到衰退的发展过程。现时市面上所呈现的行业可能处于不同的生命周期。处在不同生命周期的企业，其现金流战略是不尽相同的。

（员）幼稚期行业的现金流战略

处在幼稚期的行业，一般盈利水平很低，市场风险很大。由于新行业初建不久，其研发费用较高，而产品市场需求较小，销售收入较低，所以财务上可能不但没有盈利，反而出现较大亏损，企业会面临很大的市场风险。处在这一生命周期的企业往往是现金净使用者。企业购买设备、厂房、原材料和劳动力等都需要现金流出，而受经营经验不足，产、供、销体系不健全等因素的制约，企业的现金流入较慢，现金需求与供给的缺口相对较大。目前，我国的遗传工程、太阳能等行业正处于行业的幼稚期。

处在幼稚期的行业，其现金流战略的选择一般采用资金一步到位的方式，一次性筹集足够的资金。企业在初始筹建时，就筹措充足的现金，以保证企业的竣工投产，并维持企业无现金净流入而持续经营的现金需要。这对企业的筹资能力要求很高。一般企业很难达到。这是最安全、最积极的一种方式。选择这种现金流战略的企业往往都会很快地度过幼稚期，逐渐步入正常运转的轨道。

也有企业采用现金逐步到位的方式，分阶段筹集和使用现金。企业在初始筹建时只需筹集项目筹建现金。这种方式分解了企业的现金压力，易于实现，但存在后续现金不到位的风险。

（圆）成长期行业的现金流战略

处在成长期的行业，一般产品的市场定位准确，市场认可程度很高，产品的销量迅速增长。随着销售收入和利润的加速增长，新的机会不断出现，资金需求量大幅度增加。由于市场竞争不断加剧，企业所面临的竞争风险非常大，破产率与被兼并率相当高。目前，我国的电子信息、生物医药等行业正处于行业的成长期。

处在成长期的行业，其现金流战略一般选择通过扩大融资规模，大幅度增加资金投入。处在成长期的企业为抓住所在行业经济增长迅猛的机遇，满足因销售增长而增加的资金需求，缩短企业成长的过程，往往采用这种现金流战略。采用这种现金流战略的企业通过自身逐渐增强的研发实力、营销能力和融资能力不断占领市场。部分优势企业脱颖而出。这一现金流战略会使企业负债率提高，偿债压力增

大，引发现金风险的可能性也很大。也有采用依靠内部资金积累，逐步增加资金投入的战略的企业。这些企业不受所在行业的高速增长左右，主要采用稳健的投资、融资政策。这种现金流战略一方面并不要求过高的销售增长速度，而只是有计划地逐步增加资金投入，保持企业销售的适度增长；另一方面主要依靠内部资金积累来筹集企业的发展资金，虽然内部资金积累的速度比外部融资的速度慢，但企业的偿债压力也相应地要小得多。

（猿）成熟期行业的现金流战略

处在成熟期的行业，一般增长速度降低，所面临的竞争加剧，且被迫进入国际竞争，更加注重成本和服务上的竞争，需要裁减过剩的生产能力，企业间的兼和收购增多。

处在成熟期的行业，其现金流战略一般是加强现金流出的控制，调整现金资源配置。企业通过从供应商处获得更优惠的价格、使用更低廉的零部件、采用更经济的产品设计，以及削减不必要的管理费用等方法，可以有效地减少现金流出量，从而在激烈的市场竞争中充分发挥自身的价格优势。另外，通过对产品系列进行必要的调整，缩减利润较低或创造现金能力较差的产品的生产，将企业的现金资源优先集中到利润较高或创造现金能力较强的产品上，实现现金资源的合理配置。

在稳定企业原有现金流的基础上，适当扩大资金投入，寻求现金流入新的增长点。成熟期的行业通常是盈利的，而且其盈利水平比较稳定，投资风险相对较小。企业的管理者应在管理好日常稳定的现金流的同时，寻求新的发展机会，以便更快、更长久地积累现金。石油冶炼、超级市场和电力等行业已进入成熟期阶段。这些行业将会继续增长，但增长速度要比处在幼稚期和成长期的行业慢。这类企业一方面通过加强对内部现金收支的控制，稳定现金流；另一方面通过扩大对外投资，涉足新的投资领域，为企业的进一步发展做出努力。

（源）衰退期行业的现金流战略

处于衰退期的行业，一般在逐步缩减规模，寻求退出或转移，希望形成新的需求结构。

处在衰退期的行业，其现金流战略一般是选择逐步减少在衰退期行业的现金投入，并通过减少现有设备、压缩销售渠道等方式减少现金流出，或者通过出售企业中经营不善的单位，或者整体退出，尽最大可能尽早回收现金。也有选择集中现金资源对原行业的设备、技术进行改造，争取通过扩大市场份额或进一步细分市场而重新获得生机的企业。

继续探讨企业不同生命周期现金流战略的选择

企业的生命周期是指企业诞生、成长、壮大、衰退，直至死亡的过程。因此，一家企业的发展历程基本上可以分为种子期、初创期、成长期、成熟期、衰退期等五个时期。

（员）种子期企业的现金流战略

种子期是企业的创立阶段。这个阶段，企业现金流的特点是：资金需求量比较

小，投资的风险相对较大；新产品未成型，难以吸引外部投资者，导致投资性现金流入较难；研究和开发新产品时，资金需求量较大，风险较高；外部金融性融资较难；受经济规模、成立时间等条件限制，达不到债券或股票市场的发行上市要求。基于现金流的这些特点，处于种子期的企业一般只能选择风险投资资本，进入风险基本市场寻求现金等现金流战略。

（圆）初创期企业的现金流战略

初创期是市场导入阶段。在这个阶段，企业的新产品进入市场，并被不断推广；企业开始尝试提供产品、服务，需要扩大客户市场；收入增长，风险减少，需要大量资金来扩大生产和组织销售。这一阶段现金流的特点是：存在大量的资本性支出与营运现金流出，但从银行贷款困难，所以现金需求倾向于通过权益筹资解决。这一阶段的企业可能主要还需依靠风险资本来满足其对资金的需求。

（猿）成长期企业的现金流战略

企业处于成长期时，新产品被市场接受，市场份额不断扩大，稳定的客户增加，盈利出现，风险减少，但现金需求巨大。

处于成长期的企业，其快速发展面临巨大的现金需求，但由于企业处于产品的市场开拓期，大量营销并没有带来大量的回款，所以现金缺口巨大。基于其现金流的特点，处于该阶段的企业应选择合适的现金流战略。相对而言，这一阶段的企业对资本市场的吸引力大，企业融资的渠道较多，但需要认真选择资本市场，进行科学有效的筹资决策。防守型现金流战略更为适用。

（源）成熟期企业的现金流战略

成熟期的企业大量地盈利，其资金需求相对稳定，市场份额较大但增长潜力不大，在市场中的地位相对稳定，经营风险相对较低。这一阶段的新增固定资产投资一般不多，现金流较为富余，企业有足够的实力对外借款，而且能充分利用负债的杠杆达到节税和提高自有资本报酬率的目的。基于其现金流的特点，此阶段的企业可以采用激进型的现金流战略。

（缘）衰退期企业的现金流战略

衰退期的企业，其经营需要通过产品开发与新产品进入来步入再生期。由于市场环境的变化及竞争加剧，企业如果不及时调整战略，老产品逐渐被市场淘汰，新产品还未推出，则其销售额将下降，甚至出现负增长，先前的盈利点及贡献能力将加速下滑。寻找新的投资点及盈利产品是扭转局面的关键。

衰退期企业的现金流量逐步下降，其流动性不足。维持现金流量正常循环是现金战略的当务之急。这一时期企业的现金流量管理战略一般是防守型的。一般步骤是先退后进，或者边退边进。财务上既要考虑扩张和发展，又要考虑调整与缩减规模。应尽量集聚现金资源。可以随时抽回在外投资的股权，缩小投资规模，实施严格的现金预算控制；削减费用，压缩成本；调整股权结构，出售子公司或部分资产，保持现金的流动性。

图原 不同企业类型现金流战略的选择

(员) 中小型企业现金流战略

中小型企业的经营环境不同于大型企业，其经营往往局限于国内市场，并且充满以降低利润为代价的价格竞争。员工培训计划较少、先进的管理措施和技术方法运用较少、对外部运营环境更敏感、现金短缺问题一直是困扰中小企业发展的棘手问题。解决问题的关键就是要制定科学的现金流战略。

企业应根据自身条件，在资金使用上遵循可持续发展的战略原则，防止过度使用资金，加强计划性；建立资金储备制度；长期保持与银行等金融机构的良好关系，保证融资渠道的畅通；积极采取吸收外部投资等融资方式，进一步拓宽融资渠道；选择适宜的投资行业；保持现金的合理水平，加强现金的流动性。

(圆) 大型企业现金流战略

大型企业有一定的市场占有率和较稳定的营销网络，销售比较稳定，现金回流相对较快捷；竞争力一般较强；对环境变化的适应力强；经营活动带来的现金流量比小企业充足；能够较多地运用先进的管理理念和方法，比如现金预算性强，现金流量的控制规范。相对于中小型企业来说，大型企业往往是拥有多个子公司或分公司的集团性企业，因此其现金流量的控制应重点从企业集团整体的角度出发，而不能仅仅考虑某个子公司或分公司的利益。

大型企业一般应实行现金的集中控制和结算，减少企业内部现金的在途时间，提高先进的使用效率；采用现金预算进行现金收支的控制，提高现金收支的控制力度；更多地依靠企业内部组织在现金流量控制方面的职责分工来进行现金流量的控制。由于大型企业的筹资能力较强，筹资渠道更加多样，筹资压力更大，因此大型企业更宜采用上市融资的方式取得资金。大型企业的投资活动现金流出量比中小企业更大，投资选择的机会更多。

图原 资本性支出和投资能力分析

除了维持偿还债务的能力这一基本的生存需求外，企业要取得成功、形成竞争优势，就必须进行合理的投资，也就是维持现有的资本性资产和必要的财务支出以扩大资本性资产。为了判断公司是否有能力提供这类支出，需要评价企业的资本性支出和投资比率。

(员) 资本购置比率

资本购置比率揭示了公司是否可以正常支付其资本性支出。应当明确的是，在进行再投资之前，有必要满足股东取得红利的要求，因此，应当从经营活动现金流量中扣除需支付的股利。

资本购置比率 $\frac{\text{经营活动现金净流量} - \text{原需支付的股利总额}}{\text{资本性支出}}$ 越

通常，这一比率的波动不应当很大，以体现出公司是有计划地进行资本的扩张的。

(圆) 投资领域现金能力比率

这个指标用于比较投资活动现金流量与经营活动、筹资活动现金流量，用以评估投资资金的筹集情况。

$$\text{投资领域现金能力比率} = \frac{\text{投资活动现金净流量}}{\text{经营活动现金净流量} + \text{筹资活动现金净流量}}$$

通常，这一比率较低，说明企业在投资领域有较强的灵活性和潜力，不会因为现金的拮据而错过投资机会，但是也应当考虑是否存在未能充分利用现有现金资源的情况。考察这一指标时应当参考若干年度的数值，以观察其变动趋势。

(猿) 经营投资比率

这一指标用于评价公司内生资金潜在的投资扩张可能性。通常，这一比率越高越好。

$$\text{经营投资比率} = \frac{\text{经营活动现金净流量}}{\text{筹资活动现金净流量}}$$

(源) 现金再投资比率

现金再投资比率将公司留存的用于再投资的资金与非流动资产和营运资金之和进行比较，这一比率能够衡量可用于替代现有资产并进行扩张的现金情况。

$$\text{现金再投资比率} = \frac{\text{经营活动现金净流量} - \text{原需支付的股利}}{\text{非流动资产} + \text{营运资金}}$$

$$\text{营运资金} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$$

这一比率越高，表明可用于再投资的现金越多，经营活动现金流量增长的可能性也越大。通常，合理的再投资比率应在 0.5 至 1 之间。

[案例分析] 成长型企业的破产^①

山西一家小型机械生产企业的销售势头强劲。企业在大力营销的同时，小心谨慎地管理其存货与应收账款，但销售的增长导致其对资产的投资必须有更大的增长。企业虽然盈利，但成长的投资需求远远超过了其获取现金流量的能力。企业为了维持生产能力和营销水平不断举债，最后导致企业破产。

企业失败的关键性原因在于：成长投资需求的增长速度与现金流量的增长速度不匹配，形成了高额负债，其债务比重加大了企业的财务风险，最终导致财务危机。

现金流管理在中小型企业发展中起着非常重要的作用。对于发展中的企业而言，以下几种情况会导致现金流危机，应该引起企业的足够重视：业务飞速增长的时期；潜在的付款周期到来时；收款周期过长时；库存过大，周转速度较慢时。因此，防范成长型企业现金流量风险的重点是库存、应收账款和应付账款。

成长型企业的现金流还存在以下潜在风险：其一，业务增长的非均衡，导致不同时期的现金流入与流出没有规律，很难形成良性循环，从而增加了企业的营运风险；其二，业务的高速增长，减弱了企业对付款周期的控制能力；其三，一些潜在的付款周期（如房租、税费、发放工资等）往往不容易从财务报表上反映出来，从而容易忽略这些支付项目给企业现金流量带来的巨大影响。

^① 蔡昌：《如何掌控企业的第一枚多米诺骨牌：现金流》，北京，东方出版社，2007。

现金流程及其管理

现金缺口管理

现金是企业的血液，是企业得以生存和发展的基础。许多企业都曾遭遇“现金荒”（即现金不足的情况），其中不乏由于没有及时采取有效应对措施而破产倒闭的企业。日常周转的资金入不敷出，无力偿还应付账款，特别是对于一些必须立即支付的款项也难以承担时，一个微小的事件就可能引发很大的财务危机。因此，企业在出现现金流缺口时，要采取积极的措施加以应对。

员) 分析现金短缺的步骤

一般来说，企业应对现金缺口时，首先要制订现金缺口应对规划。现金缺口应对规划具体包括以下几部分：

(员) 组建现金缺口应对小组

发生一般的现金短缺情况时，企业的财务部门要组织一个临时的应对小组负责解决现金短缺问题，但如果企业遇到较为重大的现金短缺情况时就要立即组建一支跨职能部门的危机处理团队，迅速诊断现金短缺原因，制订应对计划，监督、保障并协助计划的实施。危机处理团队人员应当是各部门领导层中的成员，以确保完全掌握各部门的信息和计划实施的影响力。这是应对企业出现现金流缺口的组织保证。

(圆) 迅速寻找现金短缺的原因

企业所处的环境是千变万化的。各种各样的原因都会造成在某一环节上的资金积压或者资金短缺。企业资本不足、盲目投资、经营管理不善、经营方式改变、忽视企业的发展周期等都可能造成现金短缺。为了应对现金短缺，企业必须尽快找到发生现金短缺的原因。

(猿) 剖析企业现金状况

企业出现“现金荒”时，要对企业的现金使用和结存情况做出分析，尽可能地确定企业当前可利用的现金、资金的流向等。

(源) 实施弥补现金短缺计划

分析出现“现金荒”产生的原因后，制订相应的应急计划。计划的内容不仅应包含新的财务预算及规定，还要把相关利益者都考虑进来，制订出与他们进行交涉、协商的计划。计划制订以后的重点就是实施计划。首先，要与贷款人、购销债权人、债务人、内部人员等相关方协商，缓解债务；其次，可以处理现有资产以解决现金短缺。

(缘) 制订外部筹资计划

解决企业现金短缺的办法一般有两种：一是从外部筹资（从外部筹资要根据企业的自身条件来选择不同的方式），主要有发行新股、发行债券、信贷筹资、抵押贷款等；二是从内部寻找所需要的资金，如加快存货的周转，加速收回应收账款

款,合理利用信用资金等。企业内部资金是有限的,并且需要较长的周期才能集中起来,而发行股票和债券等方式一方面需要政府政策的许可,另一方面也需要较长时间才能融入资金。所以,企业在面临短期资金缺口的情况下,可以通过信贷、抵押、应收账款等进行短期筹资。企业在进行外部筹资时,要综合考虑筹资规模、筹资成本、筹资渠道、筹资期限、筹资时机、筹资风险和筹资政策等多种因素。

总之,企业在出现现金流缺口时,一方面要挖掘企业内、外部资源,缓解资金压力;另一方面,要积极拓展外部筹资渠道,保证企业有足够的现金流入,以满足现金支出的需要。

圆) 运用商业信贷解决现金缺口

运用商业信贷融入资金是企业短期筹资的重要方式。由于延期付款或预收货款而形成的企业之间的借贷关系,是一种所谓的“自发性筹资”,在短期筹资中占有相当大的比重。商业信用产生于商品交换之中,其具体形式有应付账款、商业汇票、票据贴现、预收账款等。职业经理人应当熟悉商业信贷的筹资方式、信用条件和特点,从而利用商业信誉,借助商业信贷解决资金缺口。

猿) 运用银行信贷解决现金缺口

除了商业信贷之外,银行信贷也是企业获得短期筹资的重要渠道。随着市场经济的日益发展,企业向银行贷款成为一种企业广泛使用的筹资方式。职业经理人应当从以下三方面掌握银行信贷工具:

一是要熟悉短期借款的种类。短期借款是企业向银行和其他非银行金融机构借入的,期限在一年以内的借款。一般是向商业银行借款。按照贷款有无担保,银行信贷可分为信用贷款和担保贷款。信用贷款是指以借款人的信誉或保证人的信用为依据而获得的贷款。企业取得这种贷款,无需以财产做抵押。担保贷款包括保证贷款、质押贷款和抵押贷款。

二是选择借款信用条件。向银行借款往往需要附带一些信用条件,主要有以下几种:①信贷额度(通常称为授信)。信贷额度亦即贷款限额,是借款企业与银行在协议中规定的、企业可得到的最高借款限额。通常,企业可以在信贷额度内随时按需要支用借款,但如果企业超过规定限额继续向银行借款,银行则停止办理。②周转信贷协定(通常称为循环信贷)。周转信贷协定是银行具有法律义务地承诺提供不超过最高限额的贷款协定。在协定的有效期内,只要企业借款总额未超过最高限额,银行必须满足企业任何时候提出的借款要求。企业享用周转信贷协定,通常要就贷款限额的未使用部分支付给银行一笔承诺费用。③补偿性余额(通常称为存单补偿)。补偿性余额是银行要求借款企业在银行中保持按贷款限额或实际借用额的一定百分比(通常为10%~20%)计算的最低存款余额。④按贴现法(通常称为贴息)计息。银行借款利息的支付方式一般为利随本清法(又称收款法),即在借款到期时向银行支付利息的方法。⑤借款抵押。银行向财务风险较大的企业或对其信誉不甚有把握的企业发放贷款时,有时需要有抵押品担保,以减少自己承受损失的风险。⑥分期等额偿还。贷款的偿还有到期一次偿还和

在贷款期内定期（每月、季）等额偿还两种方式。除了上述借款信用条件外，银行往往还要规定一些限制条款，如企业定期向银行提供财务报告、保持适当的资产流动性、禁止应收账款的转让等等。如果企业违背承诺，银行可以要求企业立即偿还全部贷款，因此，企业要熟悉各种信用条件，选择适合企业的信用条件。

三是计算实际筹资成本。

源) 运用创新工具进行现金流缺口管理

企业在管理现金流缺口时，可以通过多种短期筹资方式。既可以通过现有资产的抵押贷款，又可以通过现有资产让售等方式。但如果把现有资产产生的未来现金流以证券的形式出售，那么企业就可以提前获得资金。这个过程就是资产证券化。作为一种新型的创新筹资工具，资产证券化大大增强了企业资产的流动性，为企业管理现金流缺口提供了工具。

资产证券化（~~粤~~）通常就是指将一组流动性较差的资产进行一定的组合，使这组资产能产生可预计且稳定的现金流收益，再通过一定的中介机构的信用加强，把这些资产的收益权转变为可在金融市场上流动的、信用等级较高的债券型证券的过程。其实质是筹资者将被证券化的资产的未来现金收益权转让给投资者，而不一定转让资产的所有权。可以作为资产证券化的标的资产非常广泛，如房地产抵押贷款、信用卡贷款、汽车贷款、设备租赁、消费贷款、基础设施收费、出口应收款等。资产证券化具有以资产收入为导向和成本低等特点。

资产证券化既可以进行长期筹资，也可以进行短期筹资。作为短期的资产证券化的一个品种是资产支持商业票据（~~粤~~）。它的基础资产一般为贸易应收款。发行的证券期限为 ~~天~~ 到 ~~天~~。证券的偿付来源是被聚合的应收款在未来的回收。

源)的运作程序如下：

①确定要证券化的资产，组成资产池。企业首先要分析自身的筹资需求，再根据筹资需求确定证券化的目标。

②组建特设机构，实现真实出售。一般先由这些资产的原始权益人设立一个独立的实体——特设机构（~~粤~~），然后将资产池中的资产以真实出售的方式卖给这个特设机构。~~粤~~是指能获得权威性资信评估机构授予较高资信等级（~~粤~~或~~粤~~级）的投资银行或其他独立的法人机构。组建~~粤~~是~~粤~~成功运作的基本条件和关键因素。

③完善交易结构，进行预先评级。特设机构必须与银行、券商等达成一系列协议与合同，以完善交易机构。然后，请信用评级机构对交易结构进行预先的评级，也就是内部评级。特设机构根据内部评级的结果采取相应的措施，并加以改进。只要投资项目所依附的资产在未来一定时期内能带来现金收入，便可以进行~~粤~~筹资。

④信用评级，发行评级。在完成初次评级以后，为了吸引更多的投资者，改善发行条件，降低筹资成本，就要提升所要发行证券的信用等级，即“信用增级”。

信用增级完成后，再次聘请专业的信用评级机构进行正式的发行评级，并公告评级结果。接下来，将具体的发行工作交给专门的证券承销商。承销商将根据评级结果和当时市场的状况来安排证券发行。

⑤获得证券发行收入，向原权益人支付购买价款。特设机构从证券承销商那里获得证券发行收入，再按资产买卖合同规定的购买价格把发行收入的大部分支付给权益企业，从而实现企业的筹资目的。

⑥实行资产管理，建立投资者应收积累金。企业的筹资目的实现以后并不代表资产证券化的完成，还要组建一个资产管理小组对资产池进行管理。

⑦到期还本付息，对聘用机构付费。到了规定的期限后，托管行将积累金拨入付款账户，对投资者还本付息，还要向聘用的各类中介机构支付专业服务费。这些由资产池产生的收入在还本付息、支付了各项费用之后若有剩余，则按协议，在原权益企业与特设机构之间分配。到此，一个完整的资产证券化过程才算结束。融资流程如图 5-1 所示。

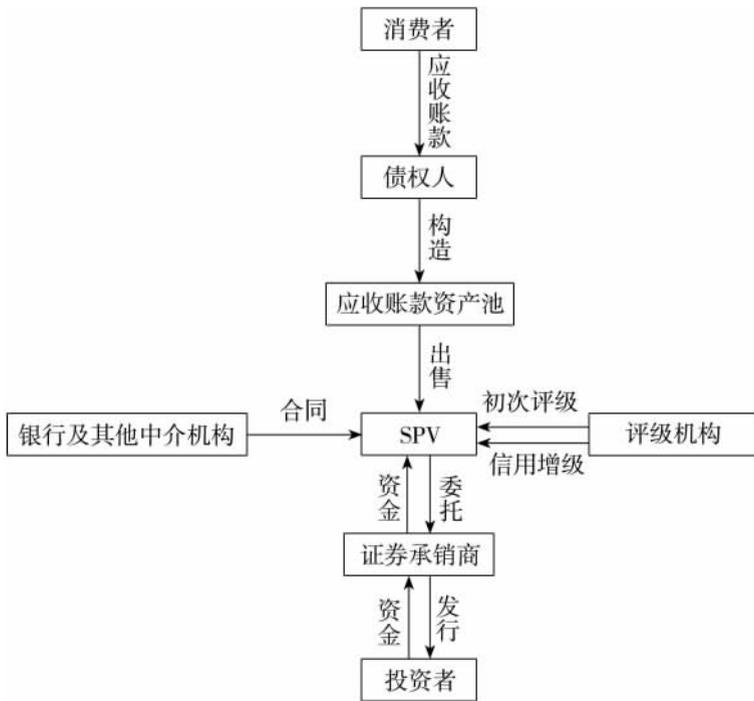


图 5-1 融资流程图

通过资产证券化，企业既获得了所需要的资金，又增强了资产的流动性，可谓一举两得。资产证券化已逐渐成为企业融入资金的一种新型工具。

现金流管理

在日常经营过程中，企业一方面会有使用现金购买原材料、股票、债券，支付股利和偿还债务本息等现金支出行为；另一方面，也会有销售商品，分得股利、股息和举借外债等现金流入行为。在较短时间内，现金支出流和收入流一般是不平衡

的。当现金流入超过现金流出时，就形成了现金冗余。现金冗余并不是越多越好。企业应该对现金冗余进行科学管理。

现金冗余管理首先应确定管理目标。一般来说，现金冗余管理包括保持现金流流动性、收益性和安全性之间的平衡等目标。流动性又称为变现性，反映了企业把一种有价证券顺利地变成现金而不对本身价格造成重大影响的可能性。企业在对冗余现金管理时，要考虑到各种有价证券的变现能力，用来支付企业经营过程中预期到的和没有预期到的现金支出，防范财务风险的发生。收益性是对现金冗余管理的主要目标。企业在对冗余现金进行管理时，要将冗余现金投资于不同的有价证券，以获得收益。由于投资于不同的有价证券获得的回报是不同的，因此，企业需要把现金投放到收益高的有价证券中去，以获得短期利润的增加。一般说来，流动性强的资产收益性低，收益性高的资产流动性差。企业在对冗余现金进行管理时，就是要在流动性和收益性之间做出选择，以获取最大的长期利润。到期日是影响收益性的一个重要指标。安全性是指收回初始投资金额的可能性。安全性一般是通过与同期政府国债相比较而言的，因为国债风险较低，信用度高，到期都能还本付息。当企业把冗余现金投资于各种有价证券时，如果到期不能收回，或者收回的本息之和大大低于国债水平，则被视为存在不安全因素。如果到期能收回，而且收回的本息之和高于国债水平，则被视为相对安全。

企业产生的现金冗余可以划分为几个不同部分加以管理。根据现金属性的不同可以将企业的资金分为交易性资金、预防性资金和投资性资金。交易性资金是企业为满足日常业务正常进行而持有的资金。这种支出需要是企业可以控制的，能够预期到的，如企业对它的每季的股利支付和税收支付、即将到期的贷款和利息支付等。由于这部分支出需求需要企业到期支付，有明确的支付期限，因此对这部分冗余资金进行管理时，要在保证到期能够变现的基础上，重点考虑收益性。政府债券、大额可转让定期存单、商业票据、回购协议、银行承兑汇票和资本市场优先股都是值得考虑的投资工具。预防性资金是企业为预防发生意想不到的临时性支出而持有的一部分资金。现金流的不确定性越大，持有的预防性资金的数额也就越大；反之，企业现金流量的可预测性强，持有的预防性资金的数额则可以小些。另外，企业的借款能力也是影响持有的预防性资金数额大小的重要因素。如果企业的借款能力强，则可以减少持有的预防性资金的数额；反之，则要扩大预防性资金的持有数额。由于这部分现金支出的需求具有不可预测性的特点，因此对这部分冗余资金管理时，首先要考虑其流动性，要保证随时能够变现，用于支付。政府短期债券是安全性最好、流动性最强的货币市场工具，因此它成为了企业作为预防性资金的首选目标。此外，期限短、质量高的回购协议也是可选对象。投资性资金是企业为了获得较高的回报而进行的，购买有价证券等的短期投资性活动而持有的一部分资金。这部分资金同预防性资金一样，没有明确的现金支出日期，从而也就没有迅速转化为现金的迫切需要，因此收益性是对这部分资金进行管理的最重要的因素。一般来说，投资于期限较长、风险较高而且流动性较低的证券上，可获得较高收益。

员) 运用债券进行冗余管理

当企业冗余现金经过合理划分并保留最佳现金流之后,就需要进行短期投资,以实现资金保值、增值的目的。短期投资是企业管理现金冗余的一个重要方面。债券作为短期投资的一个重要工具,具有自己的特点。职业经理人应当熟悉债券种类、特点和投资策略,从而有效地管理公司的冗余现金。

债券投资过程中应运用组合投资理论来进行分散化投资,将不同期限或不同种类的债券进行组合,从而降低风险、提高收益。要根据投资者对风险和收益的偏好不同,找到风险和收益的最佳组合方式。比较典型的方式包括梯子型投资、杠铃型投资、完全被动投资、完全主动投资等。

(员) 梯子型投资

这种模式的出发点是确保一定的流动性,并使各年的收益基本稳定。其操作方法是:均等地持有从长期到短期的各种债券,使债券持续保持一种梯子型的期限结构。

(圆) 杠铃型投资

这种投资模式是将资金集中投资于债券的两个极端:为了保证债券的流动性而投资于短期债券,为了确保债券的收益性而持有长期债券,不买或少买中期债券。这种两头大、中间小的投资组合方式好像一个杠铃,因此称其为“杠铃型投资”。

(猿) 完全被动投资

完全被动投资,即投资者购买债券的目的是储蓄,并获取较稳定的投资利息。实行被动型投资策略时,投资者要根据投资者资金的使用状况来选择适当期限的债券。一般情况下,期限越长的债券,其收益率也就越高。但是期限越长,对投资资金锁定的时间也就越长,因此最好根据投资者可投资资金的时间长短来选择债券,使债券的到期日与投资者需要资金的日期相近。

(源) 完全主动投资

完全主动投资,即投资者投资债券的目的是获取市场波动引起的价格波动带来的收益。实行主动型投资策略时,投资者应注意市场利率变化和发债主体的资信状况等因素。利率是债券市场价格波动的主导因素。债券市场收益率的变化与利率变化方向相同,与债券价格变化方向相反。简言之,利率提高,债券价格降低,收益率提高;反之,利率降低,债券价格提高,收益率降低。发债主体资信状况是影响债券风险的重要因素。资信等级越高的债券发行者所发行的债券的风险就越小,投资者的收益就越有保证。资信等级越低的债券发行者所发行的债券的风险就越大,其债券利率也会相对高一点。

圆) 运用股票进行冗余管理

在企业短期投资中,除了债券之外,股票也是一个重要工具。股票的高风险和高风险性吸引了众多投资者,成为企业管理冗余资金的重要工具。运用股票进行现金冗余管理时,首先,要确定选股策略。根据股票特性的不同,采取不同的投资策略。可供选择的策略包括蓝筹股投资策略(蓝筹股是指那些在行业内占有支配性

地位、业绩优良、成交活跃、红利优厚的大公司股票)、成长股投资策略、迅速发展型股票选择策略、特大规模公司股票投资策略等。其次,要选择投资期策略。股票投资期限选择策略是投资者根据各种市场因素和投资期望值来合理确定持股时间长短的策略和方法。按照投资者持有某种股票的时间长短,可将投资分为长期(线)投资、短期(线)投资和中期(线)投资。

猿) 运用证券组合进行冗余管理

企业在管理现金冗余时,可以采用证券组合投资的方式,以达到分散风险、收益最大化的目的。证券组合是依据投资者进行证券投资的目的和要求,从资本增值方面研究如何进行证券组合,制订相应的投资策略和计划并加以实施的过程。一般来说,证券组合一方面应考虑可以实施分散化投资策略;另一方面要实施证券组合策略。投资分散化,就是将资金有选择地分散投资于多种证券,分散投资时间和期限,并确定不同的投资比例,以努力减少未来的不确定性,包括投资工具分散化、投资时间分散化、投资资金分散化等。简言之,就是要争取以较少的投资风险来获取较多的投资收益。在充分估计投资者对风险的承受力的基础上,按照对投资收益偏好是本期收益还是资本利得(资本增长)的标准来划分,证券投资组合策略的基本类型有收入型策略、增长型策略、收入与增长混合型策略等。

缘) 现金流风险控制

(员) 现金流风险及其种类

所谓现金流风险是指由于滥用、挥霍、盗用、错用等原因使企业现金流不能按照原有目的和轨道正常周转或现金价值发生毁损的可能性。现金流风险分为流量现金风险和存量现金的风险,具体包括营运现金流不足风险、现金流损失风险、现金流流动性风险、投资损失风险、汇兑风险等。

(圆) 营运现金流不足风险及其控制

营运现金流是企业维持日常经营所需的现金。它是与企业经营活动循环密切相关的现金流。企业营运现金流不足将会影响企业经营活动,甚至导致经营活动中断,使企业生产经营陷入恶性循环。营运现金流不足风险是指企业因营运现金流不足而导致经营活动失常或陷入恶性循环的风险。产生营运现金流不足风险的原因包括现金周转速度减慢、生产或销售规模扩大、营运现金被占用等。针对这些原因,企业一方面可以加强存货资金控制,实施诸如存货资金的计划控制、归口分级控制、适时控制等措施加以控制;另一方面可以加强现金回收控制,缩短订货、发货、开票、收款等环节的周期。此外,还可以加强应付账款的管理,控制现金流出的速度;实行营运现金预算管理,加强现金合理存量管理;健全营运现金的内部控制体系。

(猿) 现金流损失风险及其控制

现金流损失风险是指企业现金在保存、收入、支出、运输状态或应收应付状态被盗、被抢、被骗、被错支、被赖账等导致现金损失的风险。引起现金流损失风险的原因包括安全措施不严、制度不健全、人员素质不高、信用政策不当、信用评价

不可靠等。可以通过实施有效的安全措施、建立健全并有效实施相关的规章制度、聘用高素质的人员、建立科学完善的信用评价机制和相应的信用政策等措施来控制现金流损失风险。

（源）现金流流动性风险及其控制

所谓现金流流动性风险是指企业所持有的现金或现金等价物，或由其他资产转化得到的现金不能偿还到期债务的风险。现金流流动性风险是企业所面临的财务风险中最严重的，其主要后果是企业的短期偿债能力不足。如果企业到期不能及时偿还债务，就会面临被清算或破产的可能。

企业的流动性可以通过对财务比率的计量进行监控和预警。常用的预警比率包括流动比率、速动比率等。企业应该通过制定合理的融资战略、确定合理的营运现金结构、控制固定资产投资规模等措施来控制现金流流动性风险。

（缘）投资损失风险及其控制

投资损失风险主要指投资失败所导致的损失和由其引起的、增加的偿债风险，以及连累主营业务的风险等。投资项目失败，本身的投资现金流白白浪费。投资现金流不能通过投资项目得到回报，将会导致现金流紧张。如果迫不得已挪用经营现金流将会影响主业。没有现金流的挪用，将会影响到期债务的偿还，增加偿债风险。企业需要加强投资项目的选择评价能力，提高决策评价水平，建立严格、科学的决策控制机制。

（远）汇兑等价值贬损风险及其控制

具有多种币种现金流的企业会面临汇率变动所引起的货币汇兑风险或其他价值贬损风险，包括持有外币引起的外汇贬值风险和收付外币引起的汇率下降风险。企业应该建立健全外汇风险控制组织和机制，加强现金价值贬损风险控制。

[案例分析] 改善现金流的策略^①

有这样一个黄金法则：不管企业卖出了多少产品，如果收不回来钱，那么企业就将出局。有的创业者经常说自己很忙，没有时间去考虑现金流的问题，但当你没有钱付账单的时候，情况就变得很糟糕了。一个小小的变动就会给你的现金流带来很大的问题。因此，一定要经常检验并控制好你的现金流。

某公司采用以下七个步骤改善现金流，以确保现金流健康、顺畅。

➤ 为客户开发产品或项目时，向他们收取预付金。让他们，而不是自己，为该项目提供资金。

➤ 设置一个交货后全部收回账款的期限，比如要求在交货后 30 天内或 45 天内付款，从而尽可能快地收回资金。

➤ 和供应商谈判，争取获得 30 天或更长的付款期限。先从顾客那里收到钱，再付款给供应商。

➤ 预先设置一个收款程序。如果顾客延迟付款，就要不断催款。

^① 《创业家》，来源：转引自《创业管理案例与启示》。

- 银行的贷款利率通常要比供应商收取的滞纳金要少。在紧急情况下，不妨向银行贷款，来还清供应商的钱。这也能在短期内弥补现金流的不足。
- 收账代理机构可以帮到你，让你不必再等 猿天到 透天，而是立即就可以容易地拿到现金。但是在使用代理服务前，要先想想哪种方式更划算。
- 个人需要花的钱，尽量不要从企业支取。从银行拿走钱，就减少了现金流的总量。

缘缘 现金流速及其评价

缘缘 现金循环周期分析

企业进行现金流量管理的目标是获得最大的现金流量，并最有效的使用这些现金冗余，因此，基于现金流量的财务分析的目的是为了在现金管理过程中寻找需要注意或者采取控制措施的经济活动领域，而不是简单地为了提供几个事后分析的数字。这些现金流量的分析能够体现企业的现金循环周期、流动性、偿债能力、再投资能力和收益能力等方面的情况。

员) 现金循环周期与现金流量管理的关系

现金循环周期反映经营活动现金流量的时间流程。现金循环周期将直接影响营运资金的占用。营运资金是指一个企业维持日常经营所需的资金，用公式表示即：

$$\text{营运资金} = \text{越流动资产} - \text{原流动负债} = \text{越现金} + \text{垣存货} + \text{垣应收账款} - \text{原应付账款}$$

从图 缘-猿中可以看到现金循环对冗余资金的影响。

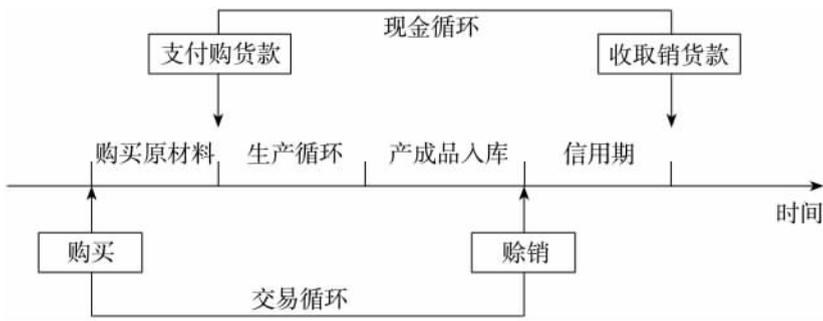


图 缘-猿 现金循环对现金冗余的影响

与现金循环密切相关的概念是交易循环。交易循环是指从购买原材料到销售产成品之间的时间长度。现金循环是指从第一笔现金支出到最后的销售收入收取之间的时间长度。二者在时间上相互重叠。不同类型的企业有不同的交易循环和现金循环的特点。制造企业以最简单、清晰的方式展示了这一流程。从图 缘-猿中可以看出，由于交易循环各项目的持续时间不同，现金循环的流程也随之发生变化。现金循环周期的变化会直接影响所需营运资金的数额。存货在使用或出售前的库存时间的延长、生产周期的延长、客户付款时间的延长，以及向供应商付款时间的缩短都会导致现金循环周期的延长。

任何缩减现金循环周期的措施都可以在现金流量方面产生巨大利益。假设某公司每年有 1 亿元的销售收入，年利率为 10%。只要缩减 1 个星期的现金循环周期，就能使年利润增加 182 万元（1 亿元 \times 10% \times 365 天 \div 365 天）。但是，缩短后的现金周转期应确保在可预见的未来具有可持续性，不会破坏企业的经营效率。如果企业通过减少存货或增加对供应商的欠款等手段来缩短现金周转期，那么缩短后的现金周转期可能会无法持续或对经营产生不利影响，最终将因不得不重新延长现金周转期而丧失所有的现金流收益。更糟糕的是，当现金周转期再次延长后，如果企业没有现金或无法获得商业信用，将面临流动性危机并可能被迫退出交易。

（四）现金循环周期的计算

每个公司都应该控制自己的现金循环周期。现金循环周期的计算方法有抽样测试计算和比率计算两种。

抽样测试计算是一种很耗时的方法，但在计算应收账款与应付账款的周期时可以得到比较准确的信息。通过抽取应收账款的样本，可以得出平均收款期。这一收款期可以是针对所有客户的，也可以是针对不同类别的客户组的，如国内企业客户、国内非企业客户和外贸企业等。同理，通过对供应商付款抽取样本进行测试，则可以得到从收到发票到支付货款的平均周期。这些抽样可以根据供应商的特征分为不同的组，如分为供应商要求在开发票后 15 日内、在 30 日内付款等等。雇员工资也是应付款的一种形式。这一付款期的长短取决于领取月薪与领取月薪的员工的比例。

比率计算是计算分析现金循环周期的一种更快捷的方法。比率通过对资产负债表和利润表进行比率分析得到，包括存货周转期、应收账款平均回收期、应付账款平均付款期。虽然计算的结果是个近似值，但是对于分析和控制经营活动的现金流量而言，其精确性已经足够了。

假设一年为 365 天，且已知销售收入和销售成本。比率计算公式如下：

存货周转期 = $\frac{\text{存货平均余额}}{\text{销售成本}} \times 365$ 天

应收账款平均回收期 = $\frac{\text{应收账款平均余额}}{\text{销售收入}} \times 365$ 天

应付账款平均付款期 = $\frac{\text{应付账款平均余额}}{\text{销售收入}} \times 365$ 天

存货、应收账款、应付账款的平均余额可以由它们的期初和期末余额的平均值来估计。它们的期初和期末余额则可以从资产负债表中得到。当然，根据企业的类型和经营的季节性，一年中各指标会存在季节性的波动。

制造企业的存货周转率可以分解为以下三个比率：

$$\text{存货周转率} = \frac{\text{原材料}}{\text{原材料}} \times \frac{\text{生产}}{\text{生产}} \times \frac{\text{产成品}}{\text{产成品}}$$

$$\text{周转期} = \frac{\text{原材料}}{\text{原材料}} \times \frac{\text{生产}}{\text{生产}} \times \frac{\text{产成品}}{\text{产成品}}$$

$$\text{周转期} = \left(\frac{\text{原材料库存平均余额}}{\text{年销售成本}} \times 365 \right) \times \left(\frac{\text{在产品平均余额}}{\text{年销售成本}} \times 365 \right) \times \left(\frac{\text{产成品库存平均余额}}{\text{年销售成本}} \times 365 \right)$$

在计算存货周转期和应付账款的平均回收期时都用到了“年销售成本”。这是因为销售成本可以很容易地从企业年报中得到。如果可以从企业的内部管理报告中得到更详细的数据，那么其更精确的计算公式如下：

原材料周转期 越原材料库存平均余额 辮本期购买的原材料成本 伊越缘天

生产周期 越在产品平均余额 辮本期的生产成本 伊越缘天

应付账款平均付款期 越应付账款平均余额 辮本期赊购成本 伊越缘天

比率计算是一种对平均值的估算，仅能提供对特定现金循环的一个估计值。单独地计算现金循环周期并不能解决任何关键的管理问题，但如果持续使用同样的计算方法和口径，那么在比较分析各年间的变化趋势方面，这些信息是很可靠的。除非企业的经营活动发生重大变化，否则现金循环应该保持稳定。对任何重大变化都应进行全面的调查和分析。管理人员据此判断现金循环周期是否过长，是否应该缩短现金循环周期以减少投入的营运资金；或者现金循环周期是否过短而且不稳定，是否意味着需要在未来增加营运资金的投资。

猿) 基于现金循环周转期分析的经营管理

通过计算现金循环周转期，可以分析、评价企业提供商品和劳务的全过程效率，从而形成有效的促动。为了合理地缩短现金循环周转期，就必须从整个交易循环中可能影响现金流转速度的因素着手，包括加强存货管理、加快供货速度、确定合理的信用政策和高效的信用审批程序、优化开单和收款过程、规范付款程序等。从这些方面获得的效率提高，代表着企业在经营活动过程中的竞争能力的提高，而其对企业经济效益的影响可以通过对现金循环周转期的影响来计算和评价。

缘) 现金流周转能力分析

如前所述，收益的质量受到人们普遍的关注。现金流量周转回报能力比率能够用于评价收益质量。

(员) 全部现金流量比率

全部现金流量比率衡量由公司内部产生的经营活动现金净流量满足投资和筹资现金需求的程度。

全部现金流量比率 越 $\frac{\text{经营活动现金净流量}}{\text{筹资活动现金流出} + \text{投资活动现金流出}}$

(圆) 销售质量比率和收益质量比率

销售质量比率非常近似于传统的销售收益率。这一比率与现金流量对净利润的比率结合起来，共同确定了公司销售和净利润是否与其现金流量相匹配。

销售质量比率 越 $\frac{\text{经营活动现金净流量}}{\text{销售额}}$

由销售带来的现金收益也称为边际现金流量，用来衡量单位销售额所对应的现金流量。这个比率用来衡量公司将销售额转化为现金的能力。比率越高越好。如果能够得到直接法编制的现金流量表，那么这个指标的分子还可来自销售的现金流量替代。

收益质量比率 越 $\frac{\text{经营活动现金净流量}}{\text{利润}}$

这个比率如果大于等于员，则说明企业净利润的质量较高，为企业带来了实际的现金流入。计算该比率也可以用经营利润作为分母，用以衡量经营活动的收益质量。

(猿) 现金回报能力比率

可以用经营活动取得的现金净流量作为衡量公司获利能力的评价依据，具体包括资产现金收益率、股东权益现金收益率、每股现金流量。

资产现金收益率 $\frac{\text{经营活动现金净流量} - \text{支付的税金}}{\text{总资产年平均额}}$

该比率用来确定是否在现金收益和投资之间存在强烈的相关性。

股东权益现金收益率 $\frac{\text{经营活动现金净流量}}{\text{股东权益年平均额}}$

该比率解释公司是否能够提供给股东足够的现金收益。

每股现金流量 $\frac{\text{经营活动现金净流量} - \text{原优先股股利}}{\text{普通股年平均数量}}$

这个比率通常用于与财务报告中每股收益、股息额等指标相比较。

这三个比率都应该与行业平均水平和公司前期比率进行对比。如果它们能够高于行业平均水平或者表现出增长的趋势，则说明公司在获取现金回报的能力方面具有优势或者正在取得优势。

[案例分析] 戴尔公司的现金转换周期^①

戴尔公司崇尚的一句话是：在瞬息万变的计算机行业中，速度才是企业的生存之道。至 1997 年下半年，戴尔公司的财务改造工作已经势在必行。公司的存货迅速膨胀，应收账款的增加速度超过了收入增长率，因此公司必须卸下阻碍增长的包袱，把工作放在流动性和盈利能力上。公司财务集中做好三件事——资产管理、投资收益率以及现金转换。

速度是至关重要的。公司主要聚焦于如何把市场直接销售的东西尽可能地转换为现金。戴尔公司用它自己的方式实现了这一点，并且从员工、供应商、销售商到客户，人人参与其中。为了改善投资收益率，戴尔公司建立了一套内部基准。这些衡量指标包括应收账款周转天数（365）、库存周转天数（365）以及应付账款周转天数（365）。将 365 与 365 相加，再减去 365，就得到戴尔公司的流动性的主要指标——现金转换周期（365），即：

现金转换周期 = 365 + 365 - 365

这些衡量指标创造了奇迹。戴尔公司的现金周转天数从原来的 365 天缩短到了 1997 年第四季度惊人的 100 天，库存周转天数从 365 多天缩短到了 100 天。这得益于公司分析了关键的库存驱动因素。在一年之内，公司的应收账款周转天数从本来不错的 365 天减少到了 100 天。这是由于戴尔公司的客户财政服务部门运用了新的收款工具，来改进订单的处理与收款工作。戴尔公司在应付账款的衡量指标方面也取得了类似的进展，其应付账款周转天数从 365 天延长至 100 天。

戴尔公司现金流管理的实践可以归纳如下：

➤ 通过强调使用衡量投资收益率，即减少现金转换周转的指标，达到流动性、盈利性及增长性三者之间优先顺序的平衡。

^① 蔡昌：《如何掌控企业的第一枚多米诺骨牌：现金流》，北京，东方出版社，1997。

马还是在成立的短短 10 年内在中国开设了近 1000 家分店，迅速跻身为中国最大的零售商之一。如此大规模的扩张需要大量的资金来支持，而普马扩张的步骤一般都采取了“三步走”策略：首先，在当地注册一家公司（或由普马独资，或与当地公司合资），并以当地注册的普马公司向当地银行贷款。由于普马大力拓展二线，乃至三线城市，争渡招商心切，加上部分银行贷款草率、缺乏预警机制，使普马轻易获得了大量贷款。之后，普马用银行贷款在当地租赁店面或直接购置地产，投资建设店面，并以赊销方式获得当地供应商供货来经营。普马的经营现金流几乎用不到自己产业的一分钱。尽管普马资金运营全部建立在大量危险的贷款赊销上，但如果能抓好经营，不仅可以降低偿债的风险，还能促进现金流的良性循环。但是普马扩张的第三步却是将经营产生的现金，甚至还有大量注册资本抽调至背景普马，作为开设下一家新店的资本金，使当地普马彻底失去了造血的能力。普马 1998 年在中国的销售额达 100 亿元时宣称要在 2000 年发展到 1000 多家，实现年销售额 1000 亿元，可在 1999 年 10 月，西南地区某银行收回 10 亿元贷款就使各地普马店被迫拖欠贷款和铺租。长沙店关门后，普马陷入供应商、业主、银行的讨债风波中。“领跑中国零售市场”的梦想转瞬成空。在不到半年的时间内，遍布全国的普马系连锁超市，就以多米诺骨牌的方式坍塌。其速度之快让人目瞪口呆。

纵观中国普马的经营过程，现金流管理不当是其失败的主要原因。试对该案例进行分析，阐述普马之死的主要原因。

延伸阅读文献

魏察昌：《如何掌控企业的第一枚多米诺骨牌：现金流》，北京，东方出版社，1998

陈志刚：《现金流创值管理论》，南京，南京大学出版社，1998

[美] 亨利·陈·陈：《现金流量精要》，于东智、谷立日译，北京，中国人民大学出版社，1998

[英] 英国皇家银行学会（RBS）：《现金流量管理》，刘霄仑主译，北京，中信出版社，1998

导入案例播出口企业如何解困？

粤公司是一个在中国大陆从事生产销售玩具的工业企业，市场遍及中国大陆、中国香港、中国台湾以及欧美、澳洲，采用跨国经营的模式。长期以来，公司实现了快速增长，自 1993 年至 2005 年，年均实现销售规模增长 15%，成长为国内玩具制造业的行业三甲。2005 年年销售金额近 100 亿元人民币。

但是，自 2005 年年末起，公司生产经营日益陷入了困境。困难主要来自于三个方面：（员）原材料价格日益上涨。因国际石油价格的飙升，导致公司玩具生产原材料价格在 2007 年上涨了近 1 倍，原材料占生产制造总成本的 15%，因此，原材料价格的上涨严重挤压了公司的利润空间。（圆）人民币快速升值。自 2005 年开始，人民币对国际主要货币进入了升值通道。因国际玩具市场竞争激烈，外币计价的的市场销售价格呈下降趋势，但人民币的快速升值挤压了公司出口业务的利润空间，有近 1 成的产品利润甚至已为负数。由于公司出口业务占公司总体业务的 15% 以上，因此，人民币升值给公司经营带来了非常严峻的挑战和困难。（猿）融资成本日益提升。2005 年至 2007 年，公司主要向国内银行融资，因利率在中国人民银行的管制下不断提升，公司的融资成本日益提高，并且银行不愿意以固定利率贷出长期借款，公司靠短期借款的不断滚动维持流动资金和部分长期资金的缺口需要，但利率的频繁上调，使公司面临非常昂贵的融资成本压力。

公司董事会在 2007 年 1 月，连续 1 次讨论了这一严峻的形势，并期望采取合适的策略对上述情况进行应对，并责成公司总经理制定应对方案。总经理组织采购部门、销售部门和财务部门负责人成立研究小组，要求在 1 月结束之前拿出方案，对上述原材料价格、货币汇率以及融资利率带来的风险拟定解决办法，供公司经理办公会讨论，方案成熟后即提交公司董事会进行讨论决策。

如果你是公司的财务负责人，该如何提出方案呢？

1. 衍生工具的基本概念与市场机制

1.1 衍生工具的基本概念

1.1.1 衍生工具

衍生工具是相对于基本金融工具而言的，它主要是在金融市场上一系列自身的价值依赖于标的资产价格变动的合约的总称。这里的标的资产可以是商品（如石

油、小麦、玉米、咖啡等)，也可以是金融资产（如股票、债券等）。

基本的衍生工具主要有互换合约、远期合约、期货和期权等。当然，随着金融业的发展，目前有很多复杂的衍生工具，主要是由这些基本的衍生金融工具组合而成的，随着金融业的发展，将来会有越来越多的衍生金融工具出现。

衍生工具可以用作对冲风险、套利及反映市场的动向。市场上主要有三种参与者，分别为对冲者、投机者以及套利者。对冲者由于不愿承担风险，故利用衍生工具预防市场上价格、利率等市场变量的变动。同时，由于金融市场存在价格波动，投机者则利用衍生工具去赚取利润，当价格上升时便买入，当价格下跌时就出售。套利者则利用衍生工具，在不同市场以不同价格同时买入及卖出相同或相似的金融产品，从而获得无风险的回报。

圆) 期货合约

期货合约（**远期合约**）是买卖双方签订的在将来某一确定时间按确定价格购买或出售某项资产的协议。与现货合约一样，期货合约亦需要两名交易者的参与，在某一约定价格的基础上，期货合约的卖方同意在未来特定时刻出售资产，期货合约的买方同意在同一时点购入资产。承诺买入的期货合约投资者持有的头寸被称为期货多头（**多头**）；承诺卖出的期货合约投资者持有的头寸被称为期货空头（**空头**）；议定的交易价格被称为期货价格（**远期价格**）。

猿) 期权合约

期权（**选择权**）是在未来预定的时间内，按照某一预定的价格，买进或卖出某一特定资产的权利。期权合约则是期权购买者和出售者关于期权交易的约定。与期货合约不同，期权的持有者拥有的是权利，而不包括潜在的义务。如果期权的持有者在预定的时期内不履行他的权利，那么该期权以及履行该权利的机会将不复存在。但是，期权的持有者一旦提出履约，期权的出售者有责任按该期权合约要求履行相应的义务。

期权包括看涨期权（**买入期权**）和看跌期权（**卖出期权**）。以看涨期权为例，看涨期权的出售者卖出了买进特定资产的权利，因此，一旦期权持有者履约，看涨期权的出售者就有义务按约定价格将该资产卖给看涨期权的持有者。如果是看跌期权，看跌期权的购买者买入了按既定价格卖出特定资产的权利，因此，一旦期权购买者决定履约，看跌期权的出售者就有义务从看跌期权购买者那里按事先约定价格买进资产。

源) 互换合约

互换（**对调**）是交易双方私下达成协议，按事先约定的方式在将来一定期限内交换彼此的现金流。关于互换的约定即互换合约。最常见的互换包括利率互换和货币互换。

利率互换（**互换利率**）通常由交易一方同意向另一方支付若干年的现金流，这个现金流是名义本金按事先约定的固定利率产生的利息，同时，对方同意在同样期限内向本方支付相当于同一名义本金按浮动利率产生利息的现金流。一般

来说,这两种利息现金流使用的货币是相同的,通常利率互换的时间期限可从 1 年至 5 年以上。

货币互换 (Currency Swap) 通常是指一种货币的本金和固定利息与几乎等价的另一种货币的本金和固定利息进行交换。

当然,也存在利率互换与货币互换综合使用的互换合约。

远期期货合约及其市场运作机制

1) 期货合约的特性

(1) 标准化合约

期货合约是标准化的。标准化主要包括合约规模标准化与合约标的资产标准化。

① 合约规模标准化。期货合约规定了每一合约中交割的资产的标准数量,只有规模一致的合约,才可在合约的具体交易过程中,不再对交易资产数量进行二次协商和交易撮合,从而提高市场的交易效率。

合约规模的大小对交易所来说是一项重要的决策。一方面,如果合约的规模过大,许多希望对冲较小风险头寸的投资者或持有较小头寸的投机者就不可能利用该交易进行交易。另一方面,由于交易成本是与每一个交易的合约密切相关,如果合约规模过小,则交易成本就会很高。因为每张合约都涉及一定的交易成本。

当然,交易所最终决定合约规模,需详细分析该合约交易者的需求。在现实交易过程中,不同资产对应的期货合约规模是有显著差异的。例如,农产品期货合约中交割资产的价值可能从 1 万美元到 10 万美元,而金融期货的合约规模会大得多。

② 合约标的资产标准化。当合约标的资产是实物商品时,市场中该商品的品质可能有很大的差别。当指定标的资产时,交易所必须对允许交割的资产等级做出明确规定。对于某些商品来说,一定等级范围内的商品均可以用来交割,但要根据所选用的等级来调整收取的价款。

(2) 交割月份与交割安排

期货合约按交割月份来划分。交易所必须指定在交割月份中可以进行交割的确切时期。对于许多期货合约来说,交割时期是整个交割月。

交割月份随合约的不同而不同,由交易所根据客户的需要进行选择。例如,在国际货币市场 (International Money Market) 上交易的外汇期货的交割月份为 1 月份、远月份、3 月份和 5 月份;而美国芝加哥期货交易所 (Chicago Board of Trade) 的玉米期货合约的交割月份为 1 月份、3 月份、5 月份、7 月份和 9 月份。在任何给定的时间,交易的合约包括最近交割月的合约和一系列随后交割月的合约。由交易所指定特定月份合约开始交易的时刻,交易所同时也对给定合约的最后交易日做出了规定。最后交易日通常是最后交割日的前几天。

同时,交易所必须指定商品交割的地点。这对可能存在较大的运输费用的商品期货尤为重要。当指定几个交割地点时,空头方收取的价款有时会根据所选择的交

割地点进行调整。

(四) 保证金制度

(1) 经纪人和交易保证金

由两个投资者直接接触并同意在将来某一时刻按某一特定的价格交易一项资产，是一种交易成本极高的交易方式。这是因为，当标的资产价格发生了不利于本方期货合约的价值变动时，该投资者可能会后悔该项交易，有违约的倾向。同时，即使该投资者主观不愿违约，也有可能因为资金约束无法保证该项协议的履行。引入经纪人和交易保证金制度，可以最大程度上减少合约违约的情况。

只有具有经纪人资格的交易主体才可进行期货交易，期货交易者须委托经纪人进行期货交易。经纪人将要求投资者在保证金账户（~~与期货交易所~~）中存入一笔资金。投资者在最初开仓交易时必须存入的资金数量被称为初始保证金（~~与期货交易所~~）。在每天交易结束时，保证金账户要进行调整，以反映该投资者的盈利或损失。这就是所谓的盯市（~~与期货交易所~~）操作。

盯市是在一笔交易发生日结束时首次进行的，此后，每个交易日结束后都要进行盯市结算。当盯市结算发生损失时，经纪人将向交易所支付损失的金额，交易所则将此资金转交给合约交易对方投资者的经纪人。

投资者有权提走保证金账户中超过初始保证金的那部分资金。为了确保保证金账户的资金余额在任何情况下都不会为负值，交易所设置了维持保证金（~~与期货交易所~~）。维持保证金数额通常低于初始保证金数额。如果保证金账户的余额低于维持保证金，投资者就会收到保证金催付（~~与期货交易所~~）通知，要求在第二天内将保证金账户内资金补足到初始保证金的水平。我们将这一追加的资金称作变动保证金（~~与期货交易所~~）。如果投资者不能提供变动保证金，经纪人将出售该合约来平仓。

(2) 交易结算所和结算保证金

交易结算所（~~与期货交易所~~）是交易所的附属机构，它作为期货交易的媒介或中间人。它保证每笔交易的双方履行合约。交易结算所拥有一定数量的会员，会员公司在交易结算所附近设立办公场所。那些不是交易结算所会员的经纪人，必须通过交易结算所的会员来从事业务。交易结算所的主要任务是对每日发生的所有交易进行记录，以便计算每一会员的净头寸。

与经纪人要求投资者开设保证金账户一样，交易结算所也要求其会员在交易结算所开设保证金账户。我们称之为结算保证金（~~与期货交易所~~）。与投资者保证金账户的操作方式类似，结算所会员的保证金账户余额在每一交易日结束时也按照其盈利和亏损进行调整。但是，对交易结算所会员来说，只有初始保证金，没有维持保证金。每一天每一种合约的保证金账户的余额必须保持一定的金额，即必须等于初始保证金乘以流通在外的合约数。因此，一方面，交易结算所会员在每个交易日结束时，根据当天发生的交易和价格变动，可能必须在其结算保证金账户中追加资金；另一方面，也可能发现此时可从结算保证金账户中抽出资金。经纪人如果本身

不是结算所的会员，则必须从交易结算所会员那里开设保证金账户。

交易结算所有两种计算结算保证金方式：或是基于总值，或是基于净值来计算流通在外的合约数。基于总值（~~早平仓清算~~）方式是将客户开的多头总数与客户开的空头总数相加；基于净值（~~平仓清算~~）方式是允许多空头相互抵消。

保证金制度的最终目的是减少市场参与者由于违约而蒙受损失的可能性。整体来说，该制度是非常成功的，在交易中由于违约而产生的损失几乎是不存在的。

猿) 交割与平仓

(员) 交割

交割期是由交易所决定的，并且每种合约的交割期都不相同。一般由空头方在几种交割日期之间选择其中之一。这里我们称空头方为投资者粤，当投资者粤决定进行交割时，粤的经纪人就会向交易所的结算所递交一份交割意向通知书（~~平仓通知~~）。通知书会说明交割期货合约的数量，对商品期货而言，还要指明交割地点及交割商品的等级。交易所会找一个多头方来接受交割。

所选取的接受交割的多头方一般都不是最初与空头方粤达成协议的投资者，我们称其为月。因为月可以将期货合约卖给投资者悦进行平仓，悦可以再将该期货合约卖给阅，如此进行下去。交易所通常将交割意向通知书交给未平仓合约（购买的期货合约）时间最长的多头投资人，此多头必须接受交割意向通知书。但如果此通知可转让的话，多头方也可以在短时间内找到另外一家多头接受此交割书。

在期货交割的过程中，有三个很重要的日子：首次通知日（~~通知交割日期~~）、最后通知日（~~通知交割日期~~）和最后交易日（~~通知交割日期~~）。首次通知日是允许交割通知传送到交易所的第一天；最后通知日是允许交割通知传送到交易所的最后一天；最后交易日一般在最后通知日的前几天。为了避免承担交割的风险，处在多头位置的投资者会在首次通知日之前平仓。

(圆) 平仓

因交割的高成本，大多数期货投资者会选择在合约规定的交割日前平仓（~~平仓清算~~）。平仓就是持有一个与初始交易头寸相反的头寸，从而使自己持有的净头寸为零。例如，如果投资者在猿月圆日买入员园个远月份到期的美元外汇期货合约，该投资者可在缘月圆日通过卖出员园个远月份到期的美元外汇期货合约来平仓。如果投资者在猿月圆日卖出员园个远月份到期的期货合约，则他可在缘月圆日通过买入员园个远月份到期的期货合约来平仓。在每种情况下，投资者的总损益决定于猿月圆日和缘月圆日之间期货价格的变化。

源) 期货价格的规律

随着期货合约的交割月份的逼近，期货的价格收敛于标的资产的现货价格。当到达交割期限时，期货的价格等于或非常接近于现货的价格。这是因为，如果在交割日临近时，期货价格显著异于现货价格，市场上将存在套利机会。

如果在交割期间期货的价格高于现货的价格。套利者将采取如下的套利策略：

(员) 卖空期货合约；(圆) 买入资产；(猿) 进行交割。套利者可通过此策略获利，获利额等于期货价格高于现货价格的那部分。同时，套利会使得期货的价格下降，现货的价格上升，直到期货价格与现货价格一致。

如果在交割期间期货的价格低于现货的价格。打算获得该标的资产的公司将会发现，购买期货合约然后静等空方交割资产对公司更为有利。一旦公司进行如此操作，期货的价格就会上升。

结果表明，随着到期日的临近，期货价格逐渐接近于现货价格。

1.2.2 远期期权合约及其市场运作机制

(员) 看涨期权与看跌期权

期权分为欧式期权和美式期权。欧式期权是指期权持有人仅能在期权到期日时才可行权的期权；美式期权是指期权持有人可以在期权到期日前行权的期权。从期权所对应的标的物价格预期来看，期权又可分为看涨期权和看跌期权。

(员) 看涨期权

看涨期权是指期权的购买者拥有在期权合约有效期内按执行价格买进一定数量标的物的权利。看涨期权赋予持有人在某一特定时期以某一固定价格购进一种资产的权利。如果到期日的资产价格高于执行价格，那么看涨期权处于实值，持有者会执行期权，获得收益；如果到期日的资产价格低于执行价格，那么看涨期权处于虚值，持有者不会执行期权，此时看涨期权的价值就是零。

以股票期权为例，某投资者购买 1000 股 ABC 股票的欧式看涨期权，执行价格为 50 美元。假定股票现价为 45 美元，有效期限为 3 个月，期权价格为 5 美元，初始投资 5000 美元。由于期权是欧式期权，投资者仅能在到期日执行它。如果股票价格在到期日低于 50 美元，投资者必定选择不执行期权。在这种情况下，投资者损失了其全部的初始投资 5000 美元。如果股票的价格在到期日高于 50 美元，投资者将执行这些期权。假定股票价格为 55 美元，通过执行该期权，投资者可以以每股 50 美元的价格购买 1000 股股票。如果他立即将这些股票卖出，且不考虑交易费用，则每股盈利为 5 美元（总盈利为 5000 美元）。当考虑初始期权投资的成本时，该投资者的净盈利为 4500 美元。

(圆) 看跌期权

看跌期权是指期权的购买者拥有在期权合约有效期内按执行价格卖出一定数量标的资产的权利，但不承担必须卖出的义务。看跌期权又称“空头期权”、“卖权”和“延卖权”。在看跌期权买卖中，买入看跌期权的投资者是看好价格将会下降，所以买入在未来按既定价格出售资产的权利；而卖出看跌期权方则预计价格会上升或不会下跌。

仍以股票期权为例，某投资者购买了 1000 股 ABC 股票的欧式看跌期权，执行价格为 45 美元。假定股票的现价为 50 美元，距到期日有 3 个月，每股看跌期权的价格为 5 美元。初始投资是 5000 美元。由于期权是欧式期权，投资者仅能于到期日行权，在股票价格低于 45 美元时执行该期权。假定在到期日股票价格为 40 美元。

投资者可以以每股 50 美元的价格购买 100 股股票，并按照看跌期权合约的规定，以每股 70 美元的价格卖出相同的股票，实现每股 20 美元的盈利，即实现 2000 美元的总盈利（忽略交易成本）。当考虑期权的初始支出成本 20 美元时，总的净盈利为 1800 美元。当然，并不能保证一定盈利。如果最后股票的价格高于 70 美元，看跌期权在到期日时价格为零，投资者每一期权的损失为 20 美元，即总损失为 2000 美元（如图 2-1 所示）。

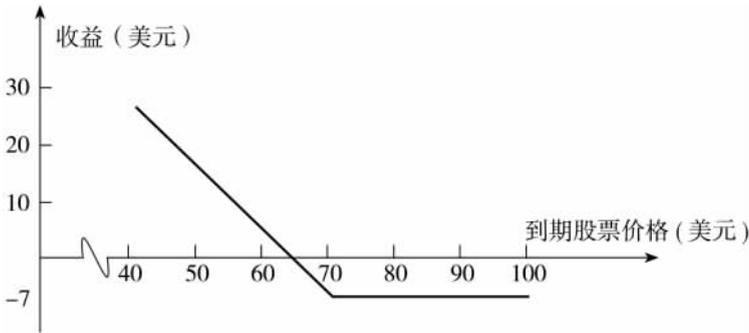


图 2-1 股票看跌期权投资盈亏示意图

2.1 期权的头寸

每一期权合约都有交易双方。一方是持有期权多头头寸的投资者（即购买期权合约的一方）；另一方是持有期权空头头寸的投资者（即出售或承约（承担义务）期权合约的一方）。期权的出售方事先收取现金，但之后具有潜在的负债，其损益状态与期权购买方的损益状态正好相反。

期权头寸通常有四种：（1）看涨期权多头；（2）看跌期权多头；（3）看涨期权空头；（4）看跌期权空头。

欧式期权投资者的头寸状况可用其损益状态来描述。如果不考虑期权的初始投资成本，以 K 代表执行价格， S_T 代表标的资产的到期日价格，则欧式看涨期权多头的损益为 $\max(S_T - K, 0)$ 。这就表明，如果 $S_T > K$ ，就会执行期权；如果 $S_T \leq K$ ，就不会执行期权。欧式看涨期权空头的损益为 $\max(K - S_T, 0)$ 。越接近 K ，损益越大。欧式看跌期权多头的损益为 $\max(K - S_T, 0)$ 。欧式看跌期权空头的损益为 $\max(S_T - K, 0)$ 。越接近 K ，损益越大。如果考虑期权初始投资成本，期权头寸的损益如图 2-1 所示。

2.2 期权合约的交易

期权交易在许多方面类似于期货交易。每一交易所都有一定数量的会员（个人或公司），会员在交易所中拥有席位。拥有席位意味着交易所会员有权进入场内，并与其他会员进行交易。

（1）做市商

大多数交易所都采用做市商制度来进行交易。某一确定期权的做市商（做市商）实际上是指某个人。只要询价方向该人询价，他都应报出该期权的买入价

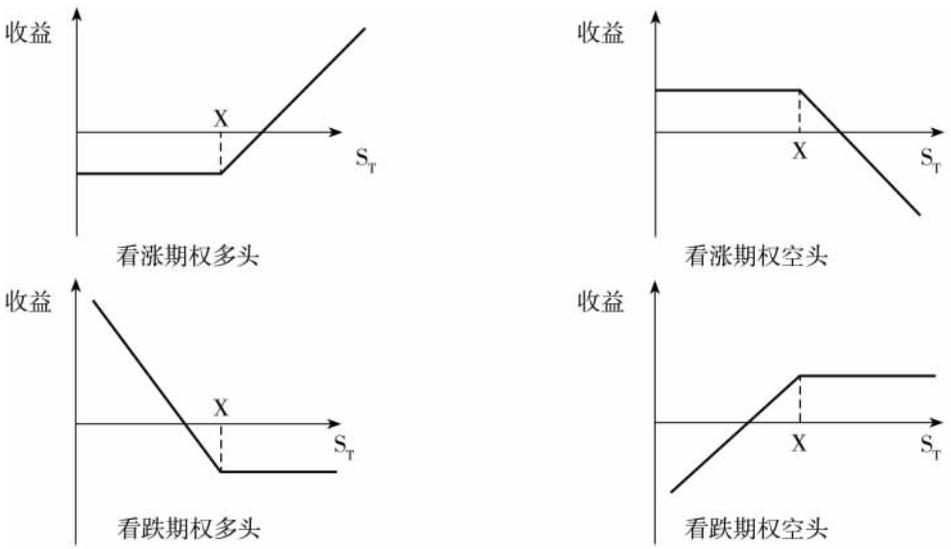


图 1-1 各类期权头寸投资盈亏示意图

和卖出价这两个价格。买入价（**问价**）是做市商准备买入的价格，卖出价（**报价**）是做市商准备出售的价格。当做市商报出期权的买入价和卖出价时，他并不知道询价的人是要买入（**问**）还是要卖出（**报**）该期权。卖出价肯定会大于买入价，卖出价与买入价的差额就是买卖价差（**问报净差**）。交易所设定了买卖价差的上限。例如，若期权的价格低于 1 美元，期权买卖价差不得超过 0.05 美元；期权的价格在 1 美元至 5 美元之间，买卖价差不得超过 0.1 美元；期权的价格在 5 美元至 10 美元之间，买卖价差不得超过 0.15 美元；期权的价格超过 10 美元，买卖价差不得超过 0.2 美元。

做市商的存在能够确保买卖指令可在第一价格立即执行而没有任何拖延。因此做市商增加了期权市场的流动性。做市商本身可以从买卖价差中获利。

（圆）场内会员经纪人

场内会员经纪人（**场内经纪人**）执行社会公众的交易指令。当投资者通知其经纪人购买或出售一项期权时，该经纪人将买卖指令传递给本公司在期权交易所内的场内经纪人。如果经纪人公司没有自己的场内经纪人，它通常会通过一位独立的场内经纪人或其他公司的场内经纪人进行交易。

场内经纪人可以与其他场内经纪人交易，也可以与做市商交易。场内经纪人的收入可以是所获得的佣金，也可能是由其服务的经纪人公司（**场内经纪商**）支付的薪金。

（猿）指令登记员

许多传递给场内经纪人的指令是限价指令，即他们只能在特定的价格或在更为有利的价格上执行该指令。通常，当场内经纪人收到限价指令时，该指令并不能立即执行（例如，当做市商报出的看涨期权买入价为 10 美元并且卖出价为 10.05 美

元时，则以缘美元买入看涨期权的指令并不能立即执行)。在大多数交易所中，场内经纪人将该指令传递给指令登记员(指令登记员将该指令紧随其他人的限价指令输入到计算机。这就确保市场价格一旦达到限价，指令就会得到立即执行。所有输入的限价指令信息向所有的交易者公开。

(源) 冲销指令

原来购买期权的投资者可以通过发出一个出售相同期权的冲销指令(来结清原期权头寸。同样地，原来出售期权的投资者可以通过发出一个购买相同期权的冲销指令来结清原期权头寸。当某一项期权合约正在交易时，如果交易双方的投资者都没有冲销现有的期权头寸，则未平仓合约数或持仓量增加员个；如果一个投资者正在冲销某个原有的头寸而另一个投资者并不冲销原有头寸，则持仓量保持不变；如果双方都在冲销现有的头寸，则未平仓合约数减少员个。

源) 期权的清算与执行

(员) 期权清算

期权市场中期权清算公司(的功能与期货市场中期货清算所的功能很相似。它确保期权的出售方按照合约的规定条款履行其义务，同时它记录所有的多头和空头头寸状况。期权清算公司拥有一定数量的会员，并且所有的期权交易必须通过其会员来结算。如果经纪人公司本身不是交易所期权清算公司的会员，它必须通过期权清算所的会员结清其交易。会员必须满足资本的最低限额要求，并且必须提供特种基金，若有任一会员无法履行期权中的义务，则可使用该基金。

在购买期权时，期权购买者必须在下一个营业日的清晨全部支付期权费。这一资金存放于期权清算公司中。如前所述，期权的出售方在其经纪人那里开设一个保证金账户，而经纪人在负责结清其交易的期权清算公司会员那里开设一个保证金账户，随之，期权清算公司会员必须在期权清算公司开设一个保证金账户。除期权清算公司对它的会员提出的基本保证金要求外，经纪人公司可向其客户要求更高的保证金。但是，经纪人公司不能向其客户降低保证金要求。

(圆) 期权执行

只有期权的多头方可要求执行期权，交易所会根据既定的规则选择同类期权的空头方来接受交易。当投资者想要执行某个期权时，投资者需要通知其经纪人。经纪人接着通知负责结清其交易的期权清算公司会员。该会员于是向期权清算公司发出执行指令。期权清算公司随机地选择某个持有相同期权空头的会员。这个会员按事先订立的程序，选择某个特定的出售该期权的投资者。如果期权是看涨期权，则出售该期权的投资者须按执行价格出售股票；如果期权是看跌期权，则出售该期权的投资者须按执行价格购买股票。当某一期权履行合约时，则期权的未平仓合约数将减少员

在期权的到期日，所有实值期权均应执行，除非交易成本很高，抵消了期权的

收益。如果到期日执行期权对其客户有利，一些经纪人公司在到期日将自动为其客户执行期权。许多交易所也制定了一些规则，在到期时执行那些处于实值状态的期权。

12.2 利率互换合约及其市场运行机制

12.2.1 利率互换

利率互换是交易双方在协议期限内定期交换确定数额名义贷款的利息支付的协议，通常采用的交易方式是固定利率与浮动利率的互换，在实践操作中，也有浮动利率对浮动利率的互换，使交易双方达到各自目标。浮动利率通常为伦敦同业银行间拆借利率（LIBOR，即伦敦同业拆借利率，LIBOR，即LIBOR）。LIBOR是欧洲货币市场上银行提供给其他银行拆借资金的利率，具体可分为 3 个月期 LIBOR、6 个月期 LIBOR 等。LIBOR 是浮动利率，由银行间的交易来决定，并随经济状况的变化而变化。

(1) 无中介的利率互换

比如，公司 A 向银行贷款，贷款期 3 年，贷款结息期间被分成 12 个月的期限。对每一个期间，利率设定为期间开始时的 3 个月期 LIBOR，在每个期间结束时支付利息。

公司 A 于 2003 年 1 月 1 日与公司 B 开始一个 3 年期利率互换，公司 A 同意向公司 B 支付由年利率 6% 和本金 100 万美元所计算的利息；反过来，公司 B 同意向公司 A 支付由 3 个月期 LIBOR 和同样本金所计算的浮动利息，保证公司 A 向银行支付贷款利息。协议指定每 3 个月交换一次利息，6% 的利率是按照半年复利计息的。

协议签订日是 2003 年 1 月 1 日，第一笔利息支付为 3 个月以后，即 2003 年 3 月 1 日。因此在结算日，公司 A 将支付公司 B 固定利息 18000 美元，这个利息是由年利率 6% 的一半和本金 100 万美元计算的；公司 B 将支付公司 A 浮动利息，为本金 100 万美元乘以 2003 年 3 月 1 日之前 3 个月即 2003 年 1 月 1 日就已确定的 3 个月期 LIBOR，利率为 4.5%，公司 B 支付给公司 A 的利息为 4500 美元（18000 美元 - 4500 美元）。注意对这笔首期的支付没有什么不确定性，因为它是由合约签订时刻的 LIBOR 决定的。

第二次相互支付将在 2004 年 1 月 1 日，即协议签订的一年后。公司 A 将支付 18000 美元给公司 B，公司 B 将支付公司 A 浮动利息，为本金 100 万美元乘以 2004 年 1 月 1 日之前 3 个月（2003 年 10 月 1 日）就已确定的 3 个月期 LIBOR，其为 4.5%。公司 B 支付给公司 A 的利息为 4500 美元（18000 美元 - 4500 美元）。

总体来说，该互换有 3 笔利息相互支付。固定支付的利息总是 18000 美元，在支付日所支付的浮动利息是利用支付日之前 3 个月就已确定的 3 个月期 LIBOR 来计算的。实际上，利率互换的计算金额通常只需一方汇给对方这两笔支付之间的差额。公司 A 通过该利率互换业务所产生的现金流状况见表 12-1。

如果在互换结束时交换了本金，本交易的性质仍不会改变。这是因为对固定利息支付和浮动利息支付来说本金是相同的。在互换结束时用 100 万美元交换 100 万

美元是一笔对双方都不产生金融价值的行为。

表 远-猿 利率互换现金流量结算表 金额单位：美元

日期	适用的利率 (豫)	收到的浮动利率现金流	支付的固定利率现金流	净现金流
缘年 猿月 员日	源	—	—	—
缘年 怨月 员日	源	垣	原	原
愿年 猿月 员日	缘	垣	原	原
愿年 怨月 员日	缘	垣	原	垣
园年 猿月 员日	缘	垣	原	垣
园年 怨月 员日	缘	垣	原	垣
园年 猿月 员日	源	垣	原	垣

(圆) 有中介的利率互换

通常，两个非金融机构的公司并不直接进行利率互换，而是通过与诸如银行或其他金融机构这种的金融中介联系，或直接与金融机构进行利率互换。一般来说，有金融机构介入互换，金融机构会对每一对相对抵消的交易收取大约 猿个至 源个基点 (源 ~ 源) 的收益。

图 远-猿说明了金融机构在利率互换中可能起的作用。该金融机构与公司 粤和公司 月签署了两个相互抵消的互换协议。假设公司 粤和公司 月都不违约，金融机构肯定可以获得本金为 员万亿美元的每年 源 (猿个基点) 的利润 (这个量大约是 猿年中每年 猿美元)。交易双方各自承担 源个基点的费用。

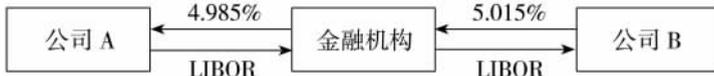


图 远-猿 有中介参与的利率互换交易

注意在每一种情况下，金融机构有两个分开的合约：一个是与公司 粤；另一个是与公司 月。在大多数情况下，公司 粤甚至不知道金融机构与公司 月签署了一个抵消性的互换合约；反之，亦然。如果一个公司违约，金融机构仍然必须履行与另一方的协议。金融机构所赚取的这 猿个基点价差 (净赚) 部分是补偿它所承受的违约风险。

(圆) 货币互换

货币互换可用于将一种货币的贷款转换为另一种货币的贷款。为了说明货币互换是如何运作的，我们假设 粤公司与 月公司可按表 远-圆所示的 缘年期固定利率美元和英镑借款，这个表中的数据说明英镑利率一般来说比美元利率高。粤公司在两种货币上都具有较低的利率水平，它的信用等级显然好于 月公司。从互换交易的角度看，令人感兴趣的是在两个市场上 粤与 月得到的贷款利率之间的差异并不相同。月公司在美元市场比 粤公司多付出 源，而在英镑市场只比 粤公司多付

出 100 万英镑。

表 12-1 圆

促成货币互换的借款利率

	美元 (100 万)	英镑 (100 万)
公司 A	10.0%	11.0%
公司 B	9.4%	12.0%

粤公司在美元市场有比较优势，而月公司在英镑市场有比较优势。我们假设粤公司想借英镑而月公司想借美元，这为货币互换创造了很好的条件。粤公司和月公司都在它们有比较优势的市场上借款，即粤公司借入美元而月公司借入英镑，然后它们用货币互换方式将粤公司的美元贷款转换成英镑贷款，同时月公司的英镑贷款也就转换成美元贷款。

见表 12-1 圆，粤公司和月公司的美元利率之差为 0.6%，而英镑之差为 1.0%。根据利率互换的例子类推，我们预期各方的总收益为每年 0.7% (0.6% + 0.1%)。

互换有很多种组成的方式，图 12-1 源显示了一种可能的安排。粤公司借入美元而月公司借入英镑，互换的效果是将粤公司每年 10.0% 的美元利率转换为每年 11.0% 的英镑利率。这比粤公司直接在英镑市场上借钱少了 1.0%。类似地，月公司每年 12.0% 的英镑贷款转换为每年 9.4% 的美元贷款，并且最终比月公司直接在美元市场上借钱少了 0.6%。

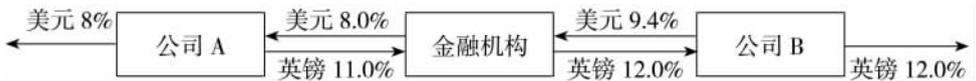


图 12-1 源 有中介参与的货币互换交易

金融中介获得每年 0.7% 的美元现金流，而支出每年 0.7% 的英镑现金流。忽略两种货币的差异，每年净获得是 0.7%。粤公司和月公司每年的收益均为 0.7%。

12.1 衍生工具与公司融资管理

12.1.1 衍生工具与公司资本需求规划

1) 为什么衍生工具的应用会影响公司资本需求规划

因信息与交易成本的差异，公司内部股权资本比外部股权资本成本要低。上述成本的差异，使得公司在与投资支出相匹配的融资决策上，倾向于采取内部资本为资金来源，而公司内部资本与公司现金流量密切相关，因而公司融资需求受公司现金流量的制约，这又会影响到投资决策本身。因此，公司随着其内部现金流量的多少，会出现过度投资或投资不足的倾向。对于那些需要事先进行投资规划而其现金流量具有高度可变性的公司来说，依靠内部产生的现金流量的代价是很大的。公司通过衍生工具开展套期保值活动，可以减少现金流量的变化性，从而提升公司融资需求对现金流量的依赖程度，降低现金流量变动带来的不确定性，从而可增加公司的价值。

一方面，如果公司采用跨国经营模式，还会受到汇率波动的影响。一方面，假

设公司生产制造的基地在本国，使用本币购买材料、设备等生产产品；而公司的销售市场主要在境外，并用境外货币结算价款。如果本币相对于境外货币贬值，则使用本币结算产品成本是有利可图的；但如果本币升值，则境外销售与结算则可能受损，从而影响公司用本币计量的现金流量。这必然会影响公司内部资金对融资安排稳定性的贡献。另一方面，汇率波动带来的风险可能影响公司的获利能力，这不仅会被管理者预期，而且也会被外部投资者所预期。如果公司不采取相应措施对这一风险进行管理，外部投资者可能会产生悲观的看法。在此种情况下，公司也许就不能发行股票或是以有吸引力的条件借款了。

也就是说，汇率等风险可能会影响公司现金流量的稳定性，这不仅会影响公司内部资金对资金融通的贡献，也会影响外部投资者的信心，从而影响外部融资的成本高低或成败。融资渠道的限制，可能使公司被迫放弃某些净现值本应为正的项目，而通过衍生工具可以有效减少现金流量的不确定性。

四) 公司资本需求规划与部分套期保值策略

公司投资需求或是得到外部融资的成本和收益由公司想要进行套期保值的风险因素所决定，但这并不意味着公司一定会对该风险进行完全的套期保值。例如，一家石油公司想在油价高时增大开采设备的投资。该投资所需资金的筹集，可能因公司呈现出利润的增长而吸引到低成本的外部借贷资金，不需要更多依赖于内源资本融资，那么公司可能愿意对油价波动风险保持一定程度的暴露。此类公司不会选择完全消除油价变动的风险，但它仍会对风险进行套期保值以保证在油价大幅下跌时有足够的投资资金。

【例 远-员】粤石油公司现有猿园万桶的石油储备，可在后续猿年内以每年员园万桶的速度开采。开采成本是远美元/桶，并可望在后续猿年内保持稳定。石油现价每桶 圆美元。目前，粤公司不再开采新油田，但它打算在猿年后对形势重新进行评估。如果油价超过每桶 猿美元，粤公司就会重新进行开采活动，这将需要猿园万美元的资本投资。

员年、圆年及猿年到期的远期合约价格是每桶 圆美元，粤公司每年的费用是猿园万美元，每年利息支出是 愿园万美元。如果油价大幅下跌，公司会因不能负担上述固定费用而招致巨大的财务困难。

在这种情况下，粤公司应进行多少套期保值呢？首先，公司愿意以能保证其经营活动至少产生 员园万美元收益的方式对油价风险进行套期保值，由此它可以支付固定成本和利息。粤公司可通过将其全部的石油供给在远期市场上卖出来满足此需求，此举将保证每年 员园万美元的现金流入。但是，如果公司进行完全的套期保值，则当油价超过每桶 猿美元时，公司就不能为新的开发投资积累足够的内部资本。因此，粤公司的套期保值只要能足够避免财务困难就行。这样在油价上升时，它就会有更多的资金。具体来说，为保证 员园万美元的固定成本与利息支付能力，公司仅需对其 远万桶（员园桶 \times （圆-猿））的未来石油供给通过期货合约进行套期保值。

12.1 衍生工具与利率风险管理

公司融资选择的第一步是决定选择债务还是股权的形式进行融资。由于股权融资水平决策（即发行新股还是回购现有股票）影响到谁拥有及控制公司的问题，因此它非常重要，常由公司的最高层（通常是董事会）做出。这意味着财务人员不可能在日常工作中碰到这些问题。但是，公司债务却是财务人员不断碰到的问题，如是以固定利率、浮动利率借款，还是以短期票据进行滚动式融资等。此外，他们还必须决定是以本币还是外币，或以与商品挂钩的债券来借款。这些决策都影响到公司的债务流，即公司必须在未来付出利息的现金流。

我们可以把以上内容统称为负债管理决策，因为它们影响到公司债务的性质。但是，这些决策也可被视为风险管理决策，因为它们影响到公司对各种来源的风险暴露。一般地，当一家公司不运用衍生工具而通常采用借款决策来决定其利率、商品及外汇风险暴露时，我们把这些决策视为负债管理决策；当公司运用衍生工具改变其风险暴露时，我们把此行为称为风险管理。但是，有时风险管理和负债管理并不可完全区分，如公司在负债决策时，可选择以下两种方式：（员）以美元借款并将该借款与日元负债进行互换；（圆）只借日元。但上述两种方式对公司的影响是无差异的，因此，没有必要对负债管理和风险管理进行完全区分。公司负债决策内化风险管理的需求。

员) 可选的债务利率

当一家本国公司受限只能以本币借款时，有必要考虑一下其可创造的不同债务利率。我们通过假设债务期限只有长短之分来进一步简化分析，可以认为短期负债是指在一年内到期的负债，而长期负债是指在缘年内到期的负债。

不管公司是短期负债还是长期负债，其负债成本均由无风险利率 则与信用差额 组成。则由国债利率表示，而 则由公司的信用等级确定。基于此，公司依照其是借短期负债还是借长期负债以及是否选择对利率风险进行套期保值，可以创造出四种独立的债务利率。

（员）如果公司选择对短期负债进行滚动，其债务利率可表示为：

$$r_{\text{员}} = r_{\text{则}} + \text{则} \quad (\text{远-员})$$

其中：则代表公司在期间 则的短期负债成本，它由 则和 则组成；则代表期间 则的短期无违约风险利率；则代表期间 则的违约利差。注意下标 则意味着短期借款利率随时间而变化。

（圆）如果公司选择以固定利率进行长期借款，则其债务利率可表示为：

$$r_{\text{圆}} = r_{\text{则}} + \text{则} \quad (\text{远-圆})$$

其中：则代表长期利率；则代表违约溢酬。由于这些利率在债务持续期内是固定的，所以没有下标 则

（猿）如果公司从银行获得浮动利率贷款或是借入无违约风险的固定利率贷款，并将其与无违约风险的浮动利率贷款互换。该债务利率可表示为：

$$r_{\text{猿}} = r_{\text{则}} + \text{则} \quad (\text{远-猿})$$

其中： r 代表期间公司长期浮动利率贷款的利率。此种债务流使公司面临利率风险（如 r 的变动），但是不承受信用等级变动风险。

（源）如果公司对无违约风险利率的变动风险进行了套期保值，而使公司承受其信用等级变动风险或违约利差风险。其债务利率可表示为：

$$r = r_f + \lambda \frac{\sigma_{r, \text{信用}}}{\sigma_r} \quad (\text{远-源})$$

其中： r 表示债务利率。

在利率互换和利率期货出现以前，公司不能创造方程（远-源）所示的债务流。在这些工具出现以前，进行短期借款意味着承受利率风险和信用风险，而进行长期借款则两种风险均不承受。确实，这些衍生工具的主要好处就是允许公司将其利率风险与信用等级变动风险相分离。特别地，可通过进行短期借款并进行浮动利率与固定利率互换，来实现方程（远-源）所示的债务利率。

综上所述，一家公司的债务利率被分解为两部分：一部分反映无违约风险的利率；另一部分反映公司的信用等级。当公司以固定利率借款时，这两部分都是固定的；当公司对其债务进行滚动时，债务利率随这两种风险波动。

衍生工具可使公司将这两种来源的风险相分离：创造方程（远-猿）所描述的对利率敏感而对公司信用等级不敏感的债务流；创造方程（远-源）所描述的对公司信用等级敏感而对利率不敏感的债务流。

圆) 如何在不同的债务利率之间进行选择

为了理解公司如何在各种债务利率之间进行选择，让我们分别来考察公司债务成本的两个组成部分。我们将首先考察公司如何依据其对利率变动的风险来安排其债务结构，接着我们将考察公司如何确定其对信用变动风险的暴露。为了确定其债务对利率风险的最佳暴露，公司首先必须考虑其资产负债表上的资产所面临的利率风险。换句话说，公司必须探询其盈利能力是否与经济中的总体利率有关。

（员）将资产与负债的利率风险相匹配。通常来说，我们不能忽视由公司资产负债表上的资产所受的利率风险而带来的危险。当公司负债比率较高时，短期债务融资比率较高；当利率升高时，固定资产更新难以有债务融资支持，结果必然会导致经营活动现金流量大幅下降。也就是说，在某些情形下，资产对利率的变动极为敏感，从而使公司的资产与负债对利率的敏感程度严重失调。利率的上升使得公司短期债务加重，同时现金流量的减少又给公司雪上加霜，从而使公司面临严重的财务困难。

（圆）管理利率风险暴露。通常来说，公司面临的利率风险可分解为实际利率风险和通货膨胀两部分。根据费雪分解法，利率由实际利率和预期的通货膨胀两部分组成。在很多情况下，公司的现金流量不受实际利率的影响，但要受通货膨胀率变动的影响。例如，如果商品价格和人工成本按总体的通货膨胀率上升，从而使经济中的总体价格水平上升时，公司就会发现其名义利润随之上升。此时，该公司也许愿意拥有浮动利率的债务结构，这是因为：①公司的资产回报率可以弥补债务利率可能的上升而引致的额外成本；②为规避通货膨胀率可能下降的风险，采用浮动利率可避免债务被锁定于高的长期利率的风险。

在高通货膨胀时期，公司如不利用互换等衍生工具进行风险管理，可能导致公司陷入财务困境。如在中国 20 世纪 70 年代初，利率水平极高，许多公司被超过美联储的固定债务利率锁定。由于那时年通货膨胀率在 10% 以上，高利率是可以承受的，并可通过公司经营利润的增长所弥补。在固定利率政策下，公司希望在将来以更少的实际货币去偿还昂贵的贷款。但是，降低通货膨胀的政策到 20 世纪 70 年代中期开始奏效，通货膨胀率大幅降低，未偿还的固定利率贷款的实际成本大幅增加，这使得固定利率贷款的公司陷入了财务困境。

总体来说，如果利率的变动主要反映了通货膨胀率的变动，且通常公司的经营利润随通货膨胀率的上升而上升，则公司就希望其债务面临利率风险；反之，若利率的变动并不主要是由于通货膨胀率的变动引起的（即是由实际利率变动引起的），且公司销售产品的能力受实际利率水平的影响，则公司就会希望将其债务对利率变动的风险最小化。

（猿）管理信用等级风险暴露。除了评价一家公司的利率风险之外，我们还须探询该公司所面临的信用等级变动风险。一般地，由于贷款人在公司难于支付较高利率时会要求较大的违约利差，因此公司希望限定其信用等级变动风险。公司偏好使其违约利差固定的融资方式，如长期固定利率贷款或浮动利率贷款。但是，有两个因素会抵消公司的这种偏好。

第一个因素来自于对公司实际财务状况的认识分歧。例如，贷款人也许认为公司在将来会遇到财务困难，但借款人则认为其信用等级在将来会得到改善。此时，借款人就不愿意锁定其认为不利的违约利差，而是寄希望于其信用等级可在将来得到改善而倾向于借短期债务。第二个因素来自于债权人和股东之间的冲突。因担心公司进行风险过大的投资，债权人不愿意提供长期资金或优惠条件。

两个因素都意味着由于长期债务成本太高，公司面临着比其所希望的更大的信用等级变动风险。在这些情况下，公司常常对其短期债务进行滚动并用利率互换以使公司借款成本不受利率变动的影响，从而创造出方程（远-源）所描述的债务利率。

1.1.4 认股权证

认股权证（~~增利权证~~），是指一种具有到期日、行权价格或其他执行条件的金融衍生工具。根据美国证券交易所（~~华尔街日报~~）的定义，~~增利权证~~是指一种以约定的价格和时间（或在权证协议里列明的一系列期间内分别以相应价格）购买或者出售标的资产的期权。

从广义上分析，认股权证通常是指由发行人所发行的附有特定条件的一种有价证券。从法律角度分析，认股权证本质上为一种权利契约，投资人在支付权利金购得权证后，有权于某一特定期间或到期日，按约定的价格，认购或沽出一定数量的标的资产（如股票、股指、黄金、外汇或商品等）。权证的交易实属一种期权的买卖。与所有期权一样，权证持有人在支付权利金后获得的是一种权利而非义务，行使与否由权证持有人自主决定；而权证的发行人在权证持有人按规定提出履约要求

之时，负有履约的义务，不得拒绝。简言之，权证是一项权利，投资人可于约定的期间或到期日，以约定的价格（而不论该标的资产市价如何）认购或沽出权证的标的资产。

认股权证通常既可由上市公司发行，也可由专门的投资银行发行，权证所代表的权利包括对标的资产的买进（看涨）和卖出（看跌）两种期权。因此，有时所称的认股证是广义的（即包括认购证和认沽证两种），但更多的则是仅仅指认购证。

员) 认股权证的基本要素

认股权证的基本要素，是指认股权证发行、交易以及行使诸环节中所涉及的一些常用术语或规则。认股权证一般包括以下基本要素：

（员）标的资产

标的资产（~~标的资产~~），是指权证发行所依附的基础资产，即权证持有人行使权利时所指向的可交易的资产。权证作为期权的一种，其标的资产的种类是极为广泛的。理论上，凡有明确估价且在法律上为可融通物，如股票（单一股票、一篮子股票或类股），股价指数，黄金，外汇或其他实物商品等均可成为权证的标的资产。而最常见的标的资产则是股票，即所谓“正股”。

（圆）各相关主体

权证的发行及交易过程中主要涉及以下主体：

①权证发行人。认股权证的发行主体一般可分为两类：一类为发行标的资产（常为股票）的上市公司本身；另一类为标的资产发行人以外的第三人，通常为资信卓越的证券公司、投资银行等金融机构。

②权证认购人。权证认购人是指在一级市场上支付相应的权利金而购买权证的投资者，或者在认购权证发行人的股票或债券时，因接受发行人赠送而持有权证的投资者。

③权证持有人。权证上市后可在各个投资者之间相互转让，这意味着权证的持有人可能是权证发行时的认购人，也可能是二级市场上购买权证的投资者。

④权证行使人。权证行使人是指权证到期时有权行使权证的选择权利，即提出要求认购或认沽标的资产之履约要求的人。权证的行使人只能是权证的持有人。

（猿）权证的价格及价值

①权证价格（~~期权价格~~）：权证在一级市场上发行或在二级市场上交易时的单位价格。其实质为认股权证所代表期权的价格。权证价格由内在价值和时间价值两部分组成，用公式表示为：

权证价格 = 内在价值 + 时间价值

②内在价值（~~期权价值~~）：又称内含价值，即权证立即履约的价值。对于认购权证，若当正股市价高于权证行使价时，则内在价值为正，此时有履约价值，权证为价内权证；而当正股市价等于或低于权证行使价时，该权证就丧失了履约价值，权证为价平权证或价外权证。但由于权证所代表的是一种权利而非义务，因此

即使在正股市价低于权证行使价时，权证的内在价值仍为零。而对于认沽权证，则刚好相反。用公式表示如下：

认购权证（看涨期权）：

正股市价 \leq 权证行使价，内在价值 越 0

正股市价 $>$ 权证行使价，内在价值 越（正股市价 - 原权证行使价） \times 伊换股比例

认沽权证（看跌期权）：

正股市价 \geq 权证履约价，内在价值 越 0

正股市价 $<$ 权证履约价，内在价值 越（正股市价 - 原权证行使价） \times 伊换股比例

③时间价值（虚值期权）：为权证价格与内在价值两者之差。其意指若不立即履约，未来的时间里正股价格就仍有上涨（下跌）空间，认购（沽）权证变为价内的几率也就越大。时间价值主要与权证有效期的长短以及正股价格的波幅有关。一方面，权证的时间价值随着权证到期日的临近而趋向于零。时间价值反映的是正股价格在到期日前向有利投资者的方向变动的几率。另一方面，如果正股价格波动幅度越大，则权证变为价内进而能被执行的机会也就越大。即离权证到期日越远，正股价格波动幅度越大，那么行权时正股市价高（低）于认购（沽）权证行使价的概率就越大，权证持有人转让或行使权证时可获价差空间也就越大。

④权利金（溢价）：权证投资人在一级市场购买或在二级市场上受让能兑换一股正股的权证所需要支付的价款。用公式表示如下：

溢价（认购） 越 [（行使价 - 每股正股折合的认购权证价格） \times 原正股价格] \div 伊换股比例

溢价（认沽） 越 [原正股价格 -（行使价 \div 每股正股折合的认沽权证价格）] \div 伊换股比例

（源）权证的行使

权证的行使，即权证持有人向权证发行人提出履约要求，要求依据权证的约定以特定价格认购或售出特定数量的标的资产。权证的行使通常涉及以下主要事项或概念：

①行使价格（履约价格）：又称权证的履约价格，指权证持有人于权证行使时间（事先约定的一个期间或到期日）买进（卖出）认购（沽）证的标的资产所支付（收到）的价格。权证行使价格的确定一般以权证发行时的正股市价为基础，上浮（适用于认购权证）或下调（适用于认沽权证）一定的比率。在佣金、税费等不计的情况下，权证行使成本 越行使价 -（权利金 \div 伊权证数量）。

②兑换比例（执行比例）：又称执行比例或换股比率，指每单位认购（沽）权证可买进（卖出）多少数量或多少金额的标的股。例如，若每 1 张权证可认购（沽）一股正股，则该权证的行使比例为 1。

③到期日（到期日）：指权证有效的最后日期。通常，美式认股证的持有人在到期日前，可以随时提出履约要求，以买进或卖出标的资产；而欧式认股证的持有人则只能于到期日当天才可行使权证。

④权证有效期（存续期）：权证到期日以前的一段期间，超过有效期权证就自动失效。在有效期内，美式权证持有人可以随时提出行权要求；而欧式权证持有人只

能在到期日提出行权要求，但在此之前可以在二级市场上将权证转让。权证有效期的长短因不同国家、不同地区以及不同市场而差异很大，目前市场上以1~3年期的权证为主。权证有效期越长，其价格通常越高。

(缘) 权证的特别条款

①行使价格（比例）的调整：通常情况下，权证按既定的认股价格和兑换比率执行。但权证的发行人通常会特别约定，当出现送股、配股等正股总额增加或减少的情况，或遇正股除权或除息时，权证的行使价格或行使比例要按约定公式进行相应调整。

②收购权益：在对认股权证的发行和认购条件中可以有这样的条款，即如果有投资者对发行认股权证的上市公司提出了收购要约，那么收购方还要对这家上市公司已经发行在外并且仍然在有效期内的认股权证一同提出收购要约，此时，不论认股权证的有效期是否届满，认股权证的持有人可以要求行使认股权。这种约定具有国际通行的反收购方法“毒药计划”的效果。

③赎回权：权证的发行人大多制定了赎回权条款，即规定在特定情况下发行人有权赎回其发行在外的认股权证。

(圆) 认股权证的种类

认股权证，是将权证标的限于股票，且以上市公司发行的股票为标的资产的认股证。根据不同的标准或依据，可对认股权证作其他不同分类，详述如下。

(员) 美式认股证与欧式认股证

依行使时间的不同，认股证有美式（~~美式认股证~~）与欧式（~~欧式认股证~~）之分。美式认股证，指权证持有人在到期日前，可以随时提出履约要求以买进或卖出约定数量的标的资产。而欧式认股证，则是指权证持有人只能于到期日当天，才可提出买进或卖出标的资产的履约要求。需要指出的是，无论欧式认股证或美式认股证，权证持有人均可于到期日前在二级市场上向他人转让所持之权证，但是，过了到期日后，欧式认股证或美式认股证的权证持有人都会丧失要求履约的权利。

(圆) 认购认股权证与认沽认股权证

依权利内容，认股权证可分为认购认股权证（~~认购认股权证~~）和认沽认股权证（~~认沽认股权证~~）两种。认购认股权证，是一种买进权利（而非义务）。该权证持有人有权于约定期间（美式）或期日（欧式），以约定价格买进约定数量的标的资产。认沽认股权证，则属一种卖出权利（而非义务）。该权证持有人有权于约定期间或期日，以约定价格卖出约定数量的标的资产。

认购认股权证可以让投资人从标的资产的价格上涨中获利；而认沽认股权证则相反，可让投资人在股价下跌时获利。因此，投资人通常会在看好（多）标的资产后市表现时买进认购权证，而看淡（空）后市表现时则买进认沽权证。由此看来，认购认股权证实为一看涨期权，认沽认股权证则为一看跌期权。

(猿) 股本认股权证与衍生认股权证

依标的资产的不同，对权证可有两类区分。其中一类较为广义的区分就是股本

认股权证（~~筹资型增利权证~~）与衍生认股权证（~~筹资型增利权证~~）。股本认股权证，顾名思义，是以发行人或其子公司的股票作为标的资产而发行的认购或认沽期权。该权证的发行人通常是发行标的股票（正股）的上市公司。股本认股权证属狭义权证。衍生认股权证，其标的资产得为个股股票或一篮子股票、股指、黄金、外汇等。衍生认股权证通常是由权证标的资产发行人以外的第三方发行，一般都是国际性投资银行。衍生认股权证属广义权证。衍生认股权证通常又可分为备兑认股权证和其他特种认股权证。

（源）公司认股权证与备兑认股权证

依发行主体不同，可将认股证分为公司认股权证（~~筹资型增利权证~~）与备兑认股权证（~~筹资型增利权证~~，又称备兑权证、备兑凭证或备兑证等，本文均指同一含义）。公司认股权证，是由权证标的资产的发行人（一般为上市公司）自行发行，通常伴随企业股票或公司债发行，借以增加相关资产对投资人的吸引力。公司认股权证属狭义权证，其履约期限通常较长，如猿年、缘年甚至员年。备兑权证，则是由权证标的资产发行人以外的第三人（银行或券商等资信良好的专业投资机构）发行，非以该第三人自身的资产为标的的认股证。备兑权证属广义权证，其权利期间多在员年以下。

公司认股权证作为上市公司的融资手段之一，在被行使时公司负有义务向权证持有人发行新股，因而有可能会使标的资产的流通量增大。而备兑证的发行目的并非为了筹资，而是向投资人提供一种管理投资组合的有效工具；无论是由权证标的资产发行人的大股东自行提拨还是由投资机构从二级市场上买进相关资产，履约责任均与权证标的资产的发行人无关，因此权证标的资产的发行量自然不会膨胀。

（缘）特种认股权证

衍生认股权证中，除了备兑认股权证外，还包括一些专为不同投资人和不同投资目的而设的附带特别条款的特种认股权证（~~筹资型增利权证~~），诸如知足回报认股权证、锁定回报认股权证、定点认股权证以及股息认股权证等。其中知足回报认股证，实为“长短合一”的投资组合，与期权中的牛跨和熊跨组合类似；锁定回报认股权证，则是由远份不同年期的欧式期权组成，年期可长达员个月，只要日后正股市价超过了行使价，便能锁定该权证的利润；定点认股证，目前主要是恒指产品，其回报计算简单，只要认购（沽）证结算价等于或高（低）于行使价，便可行使图利；股息认股权证，是将股息计算入回报的一种认股权证。

（远）其他权证分类

依标的资产不同，权证（除广义上的股本认股权证与衍生认股权证之分以外）可具体分为个股型认股权证、组合型认股权证以及指数型认股权证三种。个股型认股权证，就是以单一股票为标的资产的权证；组合型认股权证则是以一篮子不同类型的股票、股指或其他资产组合为标的的权证；而指数型认股权证的标的资产则为股价指数。

依结算方式不同，权证可分为证券给付型认股权证、现金结算型认股权证以及

可选择支付方式型认股权证三种。证券给付型认股权证的持有人依行使价支付价金后，权证发行人须将标的证券交付给权证持有人，即实券交割（~~责~~）；现金结算型认股权证在履约时，则是由权证发行人根据权证持有人提出履约要求的当日的标的证券收盘价与行使价之间的差额，以现金方式向权证持有人结算差价；可选择支付方式型认股权证，则是根据权证的规定由权证发行人或持有人选择前述两种方式之一，以进行履约结算。

依履约价格，权证可分为价内（~~圣~~）认股权证、价外（~~燥~~）认股权证和价平（~~葬~~）认股权证三种。标的资产市价高（低）于履约价格的认购（沽）权证，为价内认股权证；标的资产市价低（高）于履约价格的认购（沽）权证，为价外认股权证；标的资产市价等于履约价格的认购（沽）权证，为价平认股权证。

另外，还可依据其他标准对权证进行分类。例如，依权证的发行是否伴随有其他有价证券的发行，而分为独立型认股权证与附随型认股权证（如附设权证公司债券）两种；依权证标的资产是否需要抵押，又可以划分为抵押型认股权证和非抵押认股权证两种。不同的分类之间也多有交叉。

猿) 认股权证在公司融资中的应用

(员) 增发权证

当上市公司需要大规模资金以谋求发展时，增发是主流融资手段。但是，有时增发会遭遇严重的市场阻力。这种阻力往往来自于增发方案的缺陷，分述如下：首先，老股东无意或无力认购，却又无法转让其认购权。由于增发定价多趋近二级市场市价，对老股东而言偏高，因而其认购积极性普遍不高，或者老股东缺乏足够认购资金。在无法转让其认股权的情况下，老股东要么选择继续持股并蒙受除权后的损失，要么抛售所持股票导致股价大幅下跌，从而造成了市场对增发公司的“恐惧”心理。其次，增发定价伸缩性大，容易导致价格操纵。增发价格多以一段期间的平均市价为基准，进行折扣后作为定价下限，由上市公司和主承销商根据申购情况确定有效倍数并进行最终定价。因此，增发定价具有很大的伸缩性，容易引发机构投资者、上市公司及主承销商之间“合谋”操纵增发价格。最后，市场约束机制失灵，增发后业绩变脸。在增发过程中引入认股权证，可以很好的解决上述问题：

①可以将老股东的认股权证券化。通过在增发过程中引入认股权证，老股东如果不愿或者无力认购则可将其认购权有偿转让给其他有能力的投资人，以使认股权最终落在有意认购的投资者手中，进而提高上市公司增发的认购率。

②提供市场化的价格修正机制。由于权证属于持有人的一项权利而非义务，因而投资人可根据市场走势来决定是否行权，从而为增发定价的合理性提供一次市场化的检验机制，而且由于行权的时间和数量都有很大的不确定性，这些无疑都提高了价格操纵的成本和风险，一定程度上抑制价格操纵现象的发生。

③提供有效的事后约束机制。在引进权证发行后，由于上市公司及其大股东的

利益与投资者是否在到期之前执行认股权证密切相关，因而在认股权证有效期内上市公司管理层及其大股东通常会更加努力地提升上市公司的市场价值，并约束任何有损公司价值的行为，而且通过权证的分期发行和发散实施，还可使募集资金根据需求分批到位，减少了募集资金闲置的机会成本，并能降低募集资金被上市公司随意改变投向的风险。

另外，如果在增发中引入认股权证，由于权证所代表的认股权利对多头市场中的投资人会产生一系列“潜在利益”，上市公司可选择通过较单纯增发更高发行价格的部分新股，其余部分则以认股权形式派送，使得上市公司可以按更高的价格发行同样规模的股份。

（圆）配股权证

作为上市公司发行新股的方式之一，配股是指上市公司在获得必要的批准后，向其现有股东提出配股建议，使现有股东可按其持有上市公司的股份比例认购配股股份的行为。一般来讲，配股的运作程序包括两个基本步骤：①配股权证：登记公司在配股权证登记日将权证自动记入投资者股票账户内，然后给予一定期间，允许配股权证进行挂牌交易。②配股：权证交易期结束后，拥有配股权利的股东在指定的缴款期内（过期不缴视同放弃配股权）在券商处通过交易所按比例购买配股股份，由登记公司根据承销商所确认的银行到账金额将股票记入投资者的账户。

（猿）附设权证公司债

就其内涵来看，附设权证公司债意指附有认股权利的公司债，属于债券与认股权证的产品组合。其持有人有权在一定期间内按约定价格（行使或执行价格）及数量，购买债券发行公司的普通股票。附设权证公司债的发行和一般认股权证的发行一样，包括行使价格、认购权利金、行使比例以及行使期间等基本要素。

根据对公司债所附认股权证部分的不同处理方式，对附设权证公司债可有两种基本分类：①分离型与非分离型：分离型是指权证可与公司债分开发行及交易。这种类型还可以细分为两类：其一是权证在发行时虽与其所依附公司债一起派送至同一投资人，但在交易时则是公司债和权证作为两种不同产品同时挂牌交易；其二是发行时权证与其所附公司债分别向不同投资人派送，而于交易时则是二者作为同一产品或两种产品挂牌交易。如果是分离型权证，则市场上可能同时流通三种不同金融品种，即认股权证、公司债及附设权证公司债。欧洲市场上的附设权证公司债多为可分离型。非分离型是指权证与公司债不可分开，即权证及公司债既不能分开发行也不能单独在市场上流通，二者从发行至交易均合二为一，且存续期间一致。目前市场上的非分离型品种已比较少见。②现金汇入型与抵缴型：现金汇入型是指权证持有人行权时必须用现金来认购正股。抵缴型则是指公司债票面金额本身可按一定比例直接转换为发行公司的股票，类似于现行的可转换债的转股方式。需要指出的是，根据发行人及投资者的不同需求可对上述类型进行不同组合，从而又产生出分离现金汇入型、分离抵缴型、非分离现金汇入型及非分离抵缴型等不同类型的附设权证公司债。

对投资人而言，购买附设权证公司债能兼收投资认股权证与公司债的优势：①双重收益：投资附设权证公司债，一方面可于正股走势上涨至超过认股价格时，通过行使权证并于认股后在高价抛售进而获得资本利得；另一方面可从公司债获得稳定的利息收入，即使行使（分离型）权证后的公司债部分仍可继续定期地获取利息，直到公司债期满为止。②锁定风险：即便因正股市价低于认股价格而不能行使权证时，附设权证公司债的持有人仍可从公司债部分定期获得利息并收回本金，因而投资人最大损失仅为公司债利息低于市场利息的部分。③享有优先求偿权：当发行公司经营不善，面临停业或破产的危险时，附设权证公司债的投资人因其所持有的公司债部分，得对公司财产享受优先求偿权，而一般的权证持有人则与普通股东处同等求偿地位。④弹性设计投资组合：投资人可根据市场走势选择将权证依附于公司债上一同买卖，或是（对于分离型权证）选择持有公司债而将权证出售或持有权证而将公司债出售。

对作为发行人的上市公司而言，发行附设权证公司债主要可产生下列优势：①降低融资成本：由于附设权证公司债的投资者在将来可能赚取股票利差，因而上市公司可适度降低该产品债券部分的价值，使得附设权证公司债票面利率低于普通公司债，从而降低再融资成本。②增加认购诱因：上市公司通过发行附设权证公司债，对其公司债额外附加了股票认购权，这对多头市场中的投资人而言便产生了“潜在利益”，从而增加了公司债的认购诱因，最大可能保障上市公司再融资目标的实现。③规避通货膨胀或汇兑风险：在通货膨胀时期，一方面，通货膨胀率有可能比债券的票面利率还高，使得实质利率小于零，隐含在权证中的价值取代了利息支付，举债可以说几乎是免费运用资金。另一方面，对于贸易输出量大的公司来讲，当本国货币激烈升值时外汇持有人可能蒙受巨额汇兑损失，为规避汇兑风险，负担外汇债务即为有效方式。但如果发行海外普通公司债利率则偏高；而若改发行利率较低的可转换债，则一旦转股债务随之减少，便又无法达到规避汇兑风险的初衷。相反，一方面，如果发行附设权证公司债，则不仅可以较低利率发行公司债；另一方面，即便投资人行使权证部分，公司债部分仍不致减少，仍可继续负担外汇债务，以降低汇兑风险。

当然，附设权证公司债也具有一定的缺陷。对于投资人而言，除了权证部分所涉及的一般市场、信用风险外，由于权证部分的潜在价值的存在而在公司债的投资方面不得不接受相对较低的利息收入。而对于发行人而言，在其享受比发行普通债所享有的种种优势的同时，也承担着由于权证部分的行使所可能产生的风险，例如由于权证的行使时间和数量具有较高的不确定性，不利于上市公司的资金规划。尽管如此，附设权证公司债还是因其优势不仅对投资人有着独特的吸引力，而且也对上市公司的再融资有着独特的效应。

附设权证公司债与可转换债很类似，本质上都是固定利率债券与认股权的组合。二者都具有增加公司债的认购诱因同时相应降低融资成本的功能。但与可转换债相比，附设权证公司债具有其独特的优势：一方面，（分离型）附设权证公司债

所含认股权为“外加权利”，因而公司债与其所附权证部分可以分开交易；而可转换债所含的转股权则为“内含权利”，只能与公司债一起移转。另一方面，附设权证公司债无任何条款可强制持有人行使其权利；而可转换债则可用赎回条款强制投资人行使其转换权。另外，可通过发行附设权证公司债来获取长期的低利率资金。在发债后利率长期走高的情况下，可转换债有可能因投资人的转股而使公司无法继续享有低利率的优惠；而附设权证公司债的低利率优惠则不受权证部分被行使的影响，权证执行后原债券部分的低利率成本仍可执行到债券期满。

【例 1-1】安路集团是一家全国性的大型连锁超市。在 1997 年 1 月 1 日，私人投资公司运公司以杠杆收购的方式并购安路集团。原普通股的每股股份转化为一份债券和一份“兼并”认股权证。每份权证的持有人（投资者）将有权利购买 1 股新普通股，但为获得每份权证，每份权证需支付 10 美元才能获得。在获得认股权证后，安路集团的原股东若要持有一份新普通股，则需要转化 1 份兼并认股权证；同时，按认股权证的约定，每份权证还需支付 10 美元的金額。这意味着，安路集团认股权证的执行价格等于 10 美元（10 美元 + 10 美元）。该认股权证的到期日是 1997 年 1 月 1 日。它们之所以被称为“兼并”认股权证，是因为安路集团是基于原有股份被收购而发行认股权证的。

在安路集团被运公司收购之后，就成为一家非上市公司——其普通股和认股权证均不公开上市交易。但在 1997 年 1 月 1 日，运公司通过公开发行 1 万股新增普通股的方式，让安路集团上市公司交易。其股票在纽约证券交易所挂牌上市。在上市当日，数千份认股权证在 10 美元的收盘价上成交。其普通股股价则为 10 美元。

安路集团认股权证的价值下限在安路集团股票价格低于 10 美元时为 0（其持有人不会行使该权证的认股权利）。如果安路集团的普通股股价上升至 10 美元以上时，其认股权证的价值下限是将股票价格减去 10 美元（10 美元 - 10 美元）。认股权证的价值上限则直接用股票价格除以 10 美元。对于一份认股权证就可认购一份普通股来说，其认股权证价格绝不能超过其标的物——普通股的价格。

【例 1-2】认股权证如何影响公司价值。

我们假设有两个投资者：粤先生和月女士。他们俩一起购买了远盗司的白金。在购买白金的时候，粤先生和月女士各自负担了一半的成本，我们假设远盗司白金价值 20 美元，也就是说，他们各自承担了 10 美元。然后，他们两人以其出资额为股份，成立一家名为悦的公司，该公司共有两份股票证书，并由粤先生和月女士各自拥有一份股票。每份股票代表对白金一半的要求权。对于悦公司来说，这远盗司白金是其唯一的资产。

发行看涨期权的情况

假设粤先生后来决定以其在悦公司所拥有的股份作为标的物发行一份看涨期权，并将这份期权卖给了投资者阅女士。这份看涨期权在合约中规定，阅女士有

权利在下一年度内以 员愿园美元的价格购买 粤先生的股份。如果白金的市场价格已升到超过每盎司 远园园美元，那么 悦公司的价值也相应地超过 猿园园美元，每份股票的价值则高于 员愿园美元。如果 阅女士决定执行她的这份期权合约，那么 粤先生必须将其在 悦公司的股份以执行价格卖给 阅女士，而只能收到 员愿园美元（尽管其股份价值已高于 员愿园美元）。

公司会因这份看涨期权的执行而受到影响吗？我们可以看到：悦公司的股份数量仍然与以前一样，即还是两份股票证书。只不过现在这两份股票证书一份由 月女士拥有，另一份为 阅女士所持有。如果市场上白金价格继续升至每盎司 苑园园美元，那么每份股票则价值 圆苑园美元（源园园元圆）。如果 阅女士在该价位上执行她的期权，她就可以获利 猿园园美元。

发行认股权证的情况

如果本例中用发行认股权证来替代看涨期权，将会发生另一种变化。我们假设 粤先生这时没有向 阅女士出售看涨期权，相反，而是与 月女士开了一场股东会议。他们同意 悦公司发行一份认股权证，并将该认股权证出售给 阅女士。认股权证赋予 阅女士将有以 员愿园美元的执行价格购买 悦公司一份股票的权利。如果 阅女士决定执行这份认股权证，那么 悦公司将会增发一份新的股票证书给 阅女士，并按执行价格向 阅女士收取 员愿园美元。

从 阅女士的角度看来，看涨期权与认股权证似乎没有什么区别。认股权证的执行价格与看涨期权的执行价格都是 员愿园美元。当每盎司白金的市场价超过 远园园美元时，对 阅女士来说，执行看涨期权是有利可图的。然而，我们将在下面说明在发行认股权证条件下，由于股份的“稀释作用”，使得 阅女士获取的利得减少。

悦公司也必须也要考虑稀释作用。假定白金的市场价升至每盎司 苑园园美元，且 阅女士执行了她的认股权证。将会发生以下两件事：① 阅女士向公司支付 员愿园美元；② 公司将会再发行一份股票证书给 阅女士。这样，每份股票证书代表对公司的白金资产只有 员愿园的要求权。

因为 阅女士向公司支付了 员愿园美元，公司的价值也会相应增加。公司现在价值为 远苑园美元（白金资产的价值 源园园元垣阅女士对公司的出资额 员愿园）。

因为 阅女士对公司资产只有 员愿园要求权，所以她的股票价值也就相应地为 圆苑园美元（远苑园元圆）。通过执行认股权证，阅女士获取的收益为 圆园园美元（圆苑园元原员愿园）。其计算过程见表 远-猿

稀释效应

为什么 阅女士在发行认股权证条件下只能获取 圆园园美元的利得，而在发行看涨期权的条件下，她却获利 猿园园美元呢？其原因在于“稀释效应”，也就是说，在认股权证条件下，公司需要增发新股份。在看涨期权条件下，阅女士按执行价格向 粤先生支付 员愿园美元，并得到 粤先生在 悦公司所持有的股份（股份总数未变）。这就是说，阅女士收到的股票价值为 圆苑园美元（圆苑园元原员愿园）。她的利得就是 猿园园美元（圆苑园元原员愿园）。用公式表示为：执行看涨期权的利得为 猿园园美元

(源 1000 元原 1000 元)。

表 远-猿

看涨期权与认股权证对悦公司价值的影响(效应)

单位:美元

悦公司价值	每股白金价格	
	猿 1000 元	猿 2000 元
在没有认股权证条件下		
粤先生的股份价值	猿 1000 元	猿 1000 元
月女士的股份价值	猿 1000 元	猿 1000 元
公司价值	源 1000 元	猿 2000 元
发行期权条件下		
粤先生的权益价值	猿 1000 元	猿 1000 元
月女士的权益价值	猿 1000 元	猿 1000 元
阅女士的权益价值	猿 1000 元	猿 1000 元
公司价值	源 1000 元	猿 2000 元
发行认股权证条件下		
粤先生的股份价值	猿 1000 元	猿 1000 元
月女士的股份价值	猿 1000 元	猿 1000 元
阅女士的股份价值	猿 1000 元	猿 1000 元
公司价值	源 1000 元	猿 2000 元

我们再来看看发行认股权证的情况。阅女士向悦公司支付了猿 1000 美元的现金,并且得到了一份悦公司的新增股份。此时公司的外发股份为猿份,而阅女士则拥有其中之一。因为猿 1000 美元的现金流入仍留在悦公司内,阅女士的股票价值为猿 1000 美元((源 1000 元原 1000 元)衣猿)。她的得利则为猿 1000 美元(猿 1000 元原 1000 元)。用公式表示为:

$$(\text{源}1000\text{元原}1000\text{元})\text{衣}(\text{猿元})\text{原}1000\text{元}=\text{猿}1000\text{元}(\text{美元})$$

认股权证也会影响会计数据。认股权证和可转换债券(在下一部分将会讨论)会引起公司股份数目的增加。这样一来,公司的净利润将面对更多的股份总数,从而会使得每股收益降低。因此,对于那些发行了较多数量的认股权证和可转换债券的公司而言,还必须报告基本每股收益和完全摊薄的每股收益。

但是,公司可以一些策略影响认股权证持有人的利益。比如,粤先生和月女士想要损害阅女士利益,一个办法是他们可以发放大额的股利。发放股利的资金可以通过卖掉公司的白金资产来获得。这样会造成公司的价值下降,从而使得认股权证的价值相应减少。

12.5 可转换债券融资

员) 可转换债券融资的基本概念

可转换债券,是由公司发行的,在普通债券上附加转换权期权的一种债务工

具。依照约定条件，持有者有权在未来的特定时期内，根据约定的转换比率将可转换债券转换成公司发行的普通股。可转换债券与附有认股权证的债券较为类似。二者之间最重要的区别在于附有认股权证的债券可以与认股权证剥离流通，而可转换债券则不能。可转换债券允许其持有人可以在债券到期日之前的任一时间（包括期日）里将可转换债券转换为一定数量的股票。

可转换债券具有以下经济要素：

（员）票面利率

与普通债券一样，可转换公司债券也设有票面利率。在其他条件相同的情况下，较高的票面利率对投资者的吸引力较大，因而有利于发行，但较高的票面利率会对可转换公司债券的转股形成压力，发行公司也将为此支付更高的利息。可见，票面利率的大小对发行者和投资者的收益和风险都有重要的影响。可转换公司债券的票面利率通常要比普通债券的票面利率低，有时甚至还低于同期银行存款利率，我国规定可转换公司债券的利率不超过银行同期存款的利率水平。可转换公司债券的票面利率之所以这样低是因为可转换公司债券的价值除了利息之外还有股票购买权这一部分，一般情况下，该部分的价值可以弥补股票红利的损失，这也正是吸引投资者的主要原因。

（圆）面值

面值是可转换债券标明的在债券到期日，投资者如不转股，可收取的现金流量。我国可转换公司债券面值是 员圆元人民币，最小交易单位是 员圆元人民币。境外可转换公司债券由于通常在柜台交易系统进行交易，最小交易单位通常较高，如中国台湾市场，其最小交易单位为 员万港币。

（猿）发行规模

可转换公司债券的发行规模不仅影响企业的偿债能力，而且还影响企业未来的股本结构，因此发行规模是可转换公司债券很重要的因素。我国可转换公司债券的发行额不少于 员亿元人民币，发行后资产负债率不高于 苑园%。

（源）期限

可转换公司债券发行公司通常根据自己的偿债计划、偿债能力以及股权扩张的步伐来制定可转换公司债券的期限。国际市场上可转换公司债券期限通常较长，一般在 缘- 苑年左右，但我国发行的可转换公司债券的期限规定为 猿- 缘年，发行公司调整余地不大。

与可转换公司债券期限相关的一个重要概念是转换期。转换期是指可转换公司债券转换为股份的起始日至截止日的期间。根据不同的情况，转换期通常分为以下四种：发行一段时间后的某日至到期日前的某日；发行一段时间后的某日至到期日；发行日后至到期日前的某日；发行日后至到期日。

在前两种情况下，发行了可转换公司债券之后，发行公司锁定了一段特定的期限，在该期限内公司不受理转股事宜，它这样做的目的是不希望过早地将负债变为资本金而稀释原有的股东权益；在后两种情况下，发行公司在可转股之前对可转换

公司债券没有锁定一段期限，这样做的目的主要是吸引更多的投资者。我国可转换公司债券的管理办法只对转换期的起始日有所规定，主要针对两种情形：一种是未上市重点国有企业发行的可转换公司债券，其转换期的起始日是该企业改制为股份有限公司且股票上市后；另一种则是上市公司发行的可转换公司债券，根据 1995 年颁布的《可转换公司债券管理暂行办法》，上市公司在发行结束 6 个月后，持有人可以依据约定的条件随时转换股份，因此虹桥和鞍钢在其可转换公司债券发行后 6 个月就可以转股，但 2001 年《上市公司发行可转换公司债券实施办法》对此提法上又有所区别，该办法规定：“可转换公司债券自发行之日起 6 个月后方可转换为公司股票。可转换公司债券的具体转股期应由发行人根据可转换公司债券的存续期及公司财务情况确定。”该办法为未来上市公司延长非转股期提供了依据。

由于对转换期的截止日没有政策规定，因此我国以往发行的可转换公司债券在这方面做法各异。在国内发行的几只可转换公司债券，如南化、丝绸、茂炼、虹桥、鞍钢等其转换期的截止日都是可转换公司债券到期日，而在海外发行的可转换公司债券，如中纺机、南玻、庆铃汽车、镇海炼油转换期的截止日都是可转换公司债券到期日前的某日。

转换期的起始日和截止日是影响可转换公司债券转股速度的重要因素。

(缘) 转股价格

转股价格是指可转换公司债券转换为每股股票所支付的价格。与转股价格紧密相连的两个概念是转换比率与转换溢价率。转换比率是指一个单位的债券转换成股票的数量，计算公式如下：

$$\text{转换比率} = \frac{\text{单位可转换公司债券的面值}}{\text{转股价格}}$$

转换溢价是指转股价格超过可转换公司债券的转换债券价值（可转换公司债券按标的股票时价转换的价值）的部分；转换溢价率则指转换溢价与转换债券价值的比率，计算公式如下：

$$\text{转换溢价率} = \frac{\text{转股价格} - \text{原股票价格}}{\text{原股票价格}}$$

我国法规对可转换公司债券的转股价格规定主要有两个方面：一是针对重点国有企业发行可转换公司债券的，其转股价格是以拟发行股票的价格为基准，折扣一定比例，因此重点国有企业发行时转股价格是未知数，但转股溢价率显然小于零；二是针对上市公司发行可转换公司债券，其转股价格的确定是以公布募集说明书前三十个交易日公司股票的平均收盘价为基准，并上浮一定幅度，因此上市公司可转换公司债券发行时转换溢价率通常大于零。

需要特别指出的是，这里所说的转股价格和转换溢价率是就可转换公司债券发行时而言的，它们不同于可转换公司债券交易时的市场转股价格和市场转换溢价率。

$$\text{市场转股价格} = \frac{\text{可转换公司债券的市价}}{\text{转换比率}}$$

$$\text{市场转换溢价率} = \frac{\text{市场转股价格} - \text{当前的股价}}{\text{当前的股价}}$$

(远) 转股价格调整条款

①除权调整。转股价的除权调整实际上是一种反稀释条款，旨在保障持有可转

换公司债券投资人的权益，当发行人股份发生变动时，应就股份变动前的转股价格进行适当的调整，因此当发行公司进行股份拆细、资本公积金转增股本、配股、增发或低于每股股票时价且再次发行可转换公司债券时，均会按其相应稀释的比例调整转股价格，同时也对发行公司以股票形式发放红利部分，也纳入调整公式而予以计算新的转股价格，一般来说，现金红利不纳入转股价调整范围，但是目前国内许多企业为了吸引投资者也将股票红利作为调整转股价格的一个因素。

转股价格的常规调整方式，即在本次发行的可转换公司债券的存续期间，所有导致发行人 粤股股价进行除权（如送红股、配股、派息等）或其他需要调整交易价的行为发生时，转股价格将按交易所电脑系统调整发行人 粤股价格的计算公式进行调整。常规的几种转股价格调整的计算公式如下：设转股价格为 P_0 ，送股率为 S ，配股率为 Y ，配股价为 P_1 ，每股派息为 D ，则经调整后的转股价格 P_1 为：

送股： $P_1 = \frac{P_0}{1+S}$ (P_1 为调整后的转股价格)

派息： $P_1 = \frac{P_0 - D}{1}$

配股： $P_1 = \frac{P_0 + Y(P_1 - P_0)}{1+Y}$ (P_1 为调整后的转股价格) (如增发新股需除权，其调整公式与配股一致)

转股价格调整程序。如发行人决定调整转股价格，在上述条件满足后 5 个工作日内，发行人将在中国证监会指定的上市公司信息披露报刊及互联网网站上刊登调整公告 1 次，并于公告中指定转股价格调整日及暂停转股时期。公告正式刊登后，股价变化不影响发行人调整转股价格的决定。若公告中指定的转股价格调整日为可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日前，则该部分可转换公司债券持有人的转股申请按发行人调整后的转股价格执行。

另外，在考虑市场价格波动的情况下，以送股为例，调整转股价格有以下两种计算公式：

公式一： $P_1 = \frac{P_0 + Y(P_1 - P_0)}{1+Y}$

公式二： $P_1 = \frac{P_0}{1+S}$

两者的区别仅在于分子项，公式一体现了实际市场变化的调整因素，当股票市价与调整前转股价格相等时，这两个公式的结果是相同的，但如果两者不等，这两个公式对投资者保护就有所区别，当股票时价高于调整前转股价时，公式一计算的调整后转股价格要小于公式二计算结果，反之亦然。

②特别向下调整。可转换公司债券的特别向下调整条款有时也称为向下修正条款。当股票价格表现不佳时，一般是股票价格连续低于转股价一定水平，该条款允许发行公司在约定的时间内将转股价格向下修正为原转股价格的 $80\% \sim 90\%$ 。

转股价格的向下调整主要保障投资人于持有期内，因标的股票价格持续下滑乃至无法执行转换权利时，仍能按约定的时点进行转股价格的重新设定，促使调整后的转股价格较能接近目前的股票市价水平，否则原定的转股价格就会远远高出当前的股价，使得转股不能进行。因此，转换调整条件是可转换公司债券设计中一个非常重要的保护投资者利益的条款。

(苑) 赎回条款

赎回是指在一定条件下公司按事先约定的价格买回未转股的可转换公司债券。发行公司设立赎回条款的主要目的是降低发行公司的发行成本，避免因市场利率下降而给自己造成利率损失，同时也出于加速转股过程、减轻财务压力的考虑。通常该条款可以起到保护发行公司和原有股东的权益的作用。赎回实质上是买权，是赋予发行公司的一种权利，发行公司可以根据市场的变化而选择是否行使这种权利。

赎回条款一般包括以下几个要素：①赎回保护期。这是指可转换公司债券从发行日至第一次赎回日的期间。赎回保护期越长，股票增长的可能性就越大，赋予投资者转换的机会就越多，对投资者也就越有利。②赎回时间。赎回保护期过后，便是赎回期。按照赎回时间的不同，赎回方式可以分为定时赎回和不定时赎回。定时赎回是指公司按事先约定的时间和价格买回未转股的可转换公司债券；不定时赎回是指公司根据标的股票价格的走势按事先的约定以一定价格买回未转股的可转换公司债券。③赎回条件。在标的股票的价格发生某种变化时，发行公司可以行使赎回权利。这是赎回条款中最重要的要素。按照赎回条件的不同，赎回可以分为无条件赎回（即硬赎回）和有条件赎回（即软赎回）。无条件赎回是指公司在赎回期内按事先约定的价格买回未转股的可转换公司债券，它通常和定时赎回有关；有条件赎回是指在标的股票价格上涨到一定幅度（如 15%），并且维持了一段时间之后，公司按事先约定的价格买回未转股的可转换公司债券，它通常和不定时赎回有关。④赎回价格。赎回价格是事先约定的，它一般为可转换公司债券面值的 100% ~ 150%，对于定时赎回，其赎回价一般逐年递减，而对于不定时赎回，通常赎回价格除利息外是固定的。一旦公司发出赎回通知，可转换公司债券持有者必须立即在转股或卖出可转换公司债券之间做出选择，正常情况下，可转换公司债券持有者会选择转股。可见，赎回条款最主要的功能是强制可转换公司债券持有者行使其转股权，从而加速转换，因此它又被称为加速条款。

(愿) 回售条款

回售条款是为投资者提供的一项安全性保障，当可转换公司债券的转换债券价值远低于债券面值时，持有人必定不会执行转换权利，此时投资人依据一定的条件可以要求发行公司以面额加计利息补偿金的价格收回可转换公司债券。为了降低投资风险，吸引更多的投资者，发行公司通常设置该条款。它在一定程度上保护了投资者的利益，是投资者向发行公司转移风险的一种方式。回售实质上是一种卖权，是赋予投资者的一种权利，投资者可以根据市场的变化而选择是否行使这种权利。

回售条款一般包括以下几个要素：①回售条件。回售也分为无条件回售和有条件回售。无条件回售是指无特别制定原因设定回售；有条件回售是指公司股票价格在一段时期内连续低于转股价格并达到某一幅度时，可转换公司债券持有人按事先约定的价格将所持债券卖给发行人，因此当股价下降幅度没有满足回售条件时，投资者利益也很难得以保障。通常的做法是：当标的股票的价格在较长时间内没有良

好的表现，转股无法实现，可转换公司债券持有者有权按照指定的收益率将所持债券卖给发行人，由于收益率一般远高于可转换公司债券的票面利率，因此投资者的利益就能得到很好的保护。②回售时间。回售时间根据回售条件分为两种：一种是固定回售时间，通常针对无条件回售，它一般定在可转换公司债券偿还期的 1/2 或一半之后时，对于 5 年期以上的可转换公司债券，回售时间大多定在 3 年以后，国内可转换公司债券也有在可转换公司债券快到期时回售，所起的作用与还本付息相似，如机场转债。另一种不固定回售时间，针对有条件回售，指股票价格满足回售条件的时刻。③回售价格。回售价格是事先约定的，它一般比市场利率稍低，但远高于可转换公司债券的票面利率，使得可转换公司债券投资者的利益受到有效的保护，降低了投资风险，因此附有回售条款的可转换公司债券通常更受投资者的欢迎。

圆) 可转换债券的特点

(员) 债权性。与其他债券一样，可转换债券也有规定的利率和期限，投资者可以选择持有债券到期，收取本息。

(圆) 股权性。可转换债券在转换成股票之前是纯粹的债券，但在转换成股票之后，原债券持有人就由债权人变成了公司的股东，可参与企业的经营决策和红利分配，这也在一定程度上会影响公司的股本结构。

(猿) 可转换性。可转换性是可转换债券的重要标志，债券持有人可以按约定的条件将债券转换成股票。转股权是投资者享有的而一般债券所没有的选择权。可转换债券在发行时就明确约定，债券持有人可按照发行时约定的价格将债券转换成公司的普通股票。如果债券持有人不想转换，则可以继续持有债券，直到偿还期满时收取本金和利息，或者在流通市场出售变现。如果持有人看好发债公司股票增值潜力，在宽限期之后可以行使转换权，按照预定转换价格将债券转换成为股票，发债公司不得拒绝。正因为具有可转换性，可转换债券利率一般低于普通公司债券利率，企业发行可转换债券可以降低筹资成本。

猿) 可转换债券的价值

可转换债券的价值可以分为纯粹债券价值、转换债券价值和期权债券价值三个部分。下面结合例子说明债券价值的三个组成部分。

【例 远-源】粤公司的可转换债券价值。

粤公司 圆园零年 员月，发行了在 圆园零年到期可转换次级公司信用债券，债券面值为 员圆零万美元，其票面利率为 远%。通过债券发行，粤公司筹集到 猿亿美元资金。根据债券条款规定，每一份债券在其到期日前的任一时间可转换为 圆零份股票，即转换比率为 圆零%，转换价格相应为 源零美元 (员圆零万 ÷ 圆零)，这意味着，公司债券的持有者放弃债券转换为股票，相当于以每股 源零美元的价格购得股票。

在粤公司发行可转换债券时，该公司普通股市价为每股 圆零美元。可以看出，转换价格较实际普通股股价高出了 愿%，这部分溢价被称为转换溢价。

(员) 纯粹债券价值

纯粹债券价值是指可转换债券在不具备可转换的特征，仅仅当作债券持有的情况下，在市场上能够销售的价值。它取决于利率的一般水平和违约风险程度。假设粤公司发行的纯粹信用债券的信用评级为粤，且在圆园零零年 员月 员日的 粤级债券是以 源豫的收益率进行定价。粤公司可转换债券的纯粹债券价值可以通过对其半年期息票价值 猿圆豫美元和本金 员圆园美元按 源豫的折现率进行贴现而求得。其计算过程如下：

$$\text{纯粹债券价值} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{猿圆豫美元}}{(1 + 0.04)^t} + \frac{\text{员圆园美元}}{(1 + 0.04)^n} \quad (\text{美元})$$

纯粹债券价值是可转换债券的最低限价，可转换债券的价格不会低于其纯粹债券价值。

(圆) 转换债券价值

可转换债券的价值也取决于转换债券价值。转换债券价值是指如果可转换债券能以当前市价立即转换为普通股时，这些可转换债券所能取得的价值。转换债券价值典型的计算方法是将每份债券所能转换的普通股股票份数乘以普通股的当前价格。

圆园零零年 员月 员日，每份 粤公司可转换债券能够换取 圆豫份该公司的普通股股份。粤公司普通股的目前股价是 圆园元美元。所以，可转换债券的转换债券价值为 猿圆豫美元（圆豫伊圆园元）。可转换债券不能以低于转换债券价值的价格卖出，否则就会出现无风险套利。假如 粤公司的可转换债券以低于 猿圆豫美元的价格交易，那么，投资者就会购买可转换债券，并立即将其向 粤公司转换成普通股，然后换得的普通股出售获利。获利的金额等于股票出售的价值减去可转换债券的转换债券价值。无风险套利的结果是使得可转换债券的价格恢复至转换债券价值之上。

因此，可转换债券拥有纯粹债券价格和转换债券价值两个价值底线。转换债券价值是由公司的基本普通股价值所决定的。随着普通股价值的涨落，转换债券价值也相应地涨落。当 粤公司普通股涨了 员美元，那么其可转换债券的转换债券价值也相应上涨了 圆豫美元。

(猿) 期权债券价值

可转换债券的价值通常会高于纯粹债券价值和转换债券价值。之所以会发生这种情况，是因为可转换债券的持有者不必立即转换。相反，持有者可以通过等待并在将来利用纯粹债券价值与转换债券价值二者孰高来选择对己有利的策略（即转换普通股还是当作债券持有）。这份通过等待而得到的选择权（期权）也有价值，它导致了可转换债券的价值高于纯粹债券价值和转换债券价值。

当公司普通股价值比较低的时候，可转换债券的价值主要显著地受到其基本价值（如纯粹债券价值）的影响。然而，当公司普通股价值比较高的时候，可转换债券的价值主要由基本转换债券价值决策。以上说明可参见图 远-缘

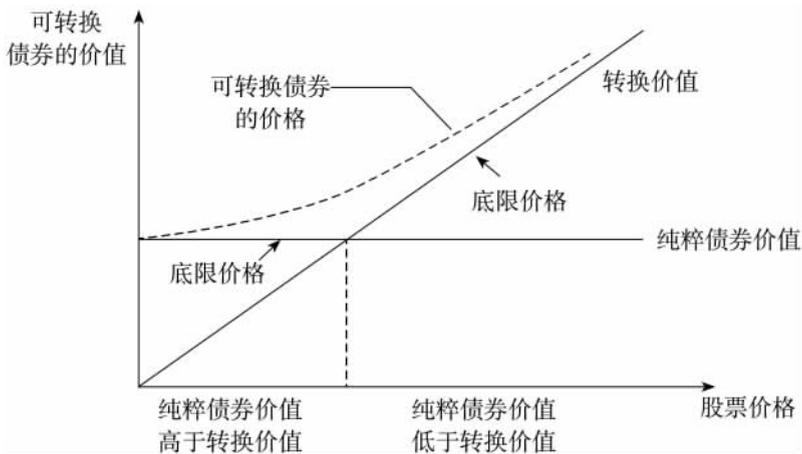


图 远—缘 可转换债券价值构成示意图

如图 远—缘所示，可转换债券价值是底限价值和期权债券价值之和。图中的底部说明：可转换债券价值为纯粹债券价值与转换债券价值二者之间的最大值与其期权债券价值之和，即可转换债券价值 $\max(\text{纯粹债券价值}, \text{转换债券价值}) + \text{期权债券价值}$ 。

源) 发行可转换债券的原因

(员) 可转换债券与纯粹债券的比较

在其他条件相同的情况下，可转换债券的票面利率会比纯粹债券低。例如，若纯粹债券的利率为 员豫，那么可转换债券的利率可能只有 怨豫。投资者之所以会接受可转换债券的较低利率，原因在于他们可能会从债券转换成股票的过程中获取潜在利益。

假如一家公司在认真分析了可转换债券和纯粹债券后，决定还是发行可转换债券。这项决策在什么时候能使公司受益，何时又会损害公司的利益呢？我们考虑以下两种情形：

① 股价在可转换债券发行后上涨幅度较大。公司一般都喜欢看到本公司股票价格上涨。然而，在股价上涨的情形下，公司若在以前发行的是纯粹债券而非可转换债券的话，那么公司受益会更多。虽然公司发行可转换债券所支付的利息要少于纯粹债券的利息，但是公司必须以低于市场的价格向可转换债券的持有者转换股票。

② 股价在可转换债券发行后下跌或者上涨得不够多。公司一般不愿意看到本公司股票价格下跌。然而，在股价下跌的情形下，公司在以前发行的若是可转换债券而非纯粹债券的话，这对公司是有利的。这是因为，可转换债券持有者不会去换成普通股而是继续当作债券持有，而可转换债券的利率又较低。在这里，比较可转换债券和纯粹债券二者的利率是必要的。

总体来说，与纯粹债券相比较而言，若公司决定发行可转换债券，在其发行后的时期里该公司股票表现出色，这反而对公司是不利的。但若公司股票的股价表现差劲，则发行可转换债券是有利于公司的。在一个有效的证券市场中，股价是随机

游走的，谁也不能预测股价。因此，我们无法推论可转换债券是优于还是劣于纯粹债券。

(圆) 可转换债券与普通股的比较

再设想一家公司在仔细考虑了可转换债券和普通股之后，决定还是发行可转换债券。这项决策何时能使公司受益，何时又会使公司变得更糟？这里我们仍旧考虑两种情形：

① 股价在可转换债券发行后上涨幅度较大。在这种情况下，公司以前发行的若是可转换债券而非股票的话，公司将受益匪浅。我们可以用粤公司案例来更好地说明这个问题。公司若发行股票，其发行价只能定为每股 10 美元。相反，公司发行可转换债券，若债券持有人将其换成普通股，那么粤公司实际上是以每股 12 美元的价格发行了普通股。

② 股价在可转换债券发行后下跌或者上涨得不够多。没有公司愿意看到本公司股票价格下跌。然而，在该情形下，公司以前发行的若是股票而非可转换债券的话，这倒是件好事。公司之所以能从发行普通股中受益，是因为发行价要高于发行后的市场价。也就是说，公司能收到比其随后股票价值要多的现金。值得注意的是，股价的下跌不会对可转换债券价值造成很大的影响，那是因为纯粹债券价值已锁定了价值底线。

总体来说，与普通股比较而言，若公司股票在可转换债券发行后的市场表现出色，则发行可转换债券对公司有利。相反，若公司股票在随后的市场表现糟糕，那么发行可转换债券对公司是不利的。在有效的证券市场上没人能预测未来的股价走势。因此，我们无法说明发行可转换债券是优于普通股，还是劣于普通股。以上分析可参见表远-源

表远-源 对可转换债券有利和不利的情形

融资方式	如果公司在随后的表现差劲	如果公司在随后的表现出色
可转换债券	因为股价低廉，故可转换债券不会被转换	因为股价较高，故可转换债券会被转换
与纯粹债券比较	因为可转债息票利率较低，故可转换债券是较便宜的融资方式	因为可转换债券被转换，造成现有股份稀释，故可转换债券的融资成本较高
与普通股比较	因为公司本可以按较高价格发行普通股，故可转换债券是较昂贵的融资方式	因为当可转换债券被转换时，公司实际上是按较高价格发行了普通股，故可转换债券是较便宜的融资方式

从表远-源可以看出，发行可转换债券融资，不论是风险、成本还是限制条件，都处于中等水准。其融资风险比债权融资小，融资成本比股权融资低，这些都是它在融资上的优势。与其他融资方式相比，可转换债券在偿付风险、融资成本和融资限制上有区别性的特征（见表远-缘）。

表 远-缘 各种融资方式的比较

融资方式	偿付风险	融资成本	融资限制
股票	小（无固定股利支付负担，不还本）	高（股利税后支付，股权稀释，股票发行费用高）	上市公司，必须间隔一个会计年度
可转换债券	较小（仅对未转换部分还本付息，利率小于借款利率）	较低（利率最低，利息抵税，延迟股权稀释，发行费用高）	上市公司和重点国有企业，无时间限制
长期借款	较大（还本付息）	较低（利息抵税，不稀释股权，筹资费用少）	独立核算、自负盈亏、有法人资格的公司
普通债券	大（债券利率大于借款利率）	较高（利率最高，利息抵税，不稀释股权，但发行费用高）	股份公司、国有独资公司和国有投资主体投资申立的有限责任公司

缘 衍生工具介入公司融资的功能与优势

（员）财务负担优势

如果融资成本较高，那么公司在发行证券时就要考虑将现金流与公司在未来经营所产生的现金流二者匹配起来，不至于产生支付危机。对于那些希望和风险并存的快速成长型公司来说，它们宁愿发行可转换债券或附有认股权证的债券，这样，在公司初创期，负担的利息成本较低，当公司发展得很成功了，可转换债券或认股权证就会被转换。这虽会导致昂贵的股权稀释效应，但此时公司已经能承受得了这种稀释影响了。

（圆）风险协同效益

当很难准确评估发行公司的风险时，使用可转换债券和附有认股权证的债券进行融资是拥有优势的。比如，对某种类型的产品，很难准确地评估其价值。基于此，该公司的风险也很难确定。如果能肯定该公司的风险较高，那么市场会按较高的收益率对该公司的债券定价。反之，如果能确定该公司的风险较低，那么你就会按较低的收益率对该公司的债券定价。

可转换债券和附有认股权证的债券对风险评估所产生的误差有一定程度的免疫作用。这是因为可转换债券和附有认股权证的债券均含有两部分价值：纯粹债券价值和以公司股票为标的物的看涨期权价值。如果该公司被证实是低风险公司，那么，纯粹债券部分的价值就会比较高而看涨期权部分的价值则比较低。相反，如果公司证实是一家高风险的公司，那么其纯粹债券部分价值较低而看涨期权部分价值较高。

风险会对可转换债券和附有认股权证债券的不同组成部分的价值有不同的影响，并且这些不同的影响还会相互抵消。尽管这样，市场和购买者还是要对公司的增长潜力进行合理评估，从而确定这些证券的价值。

（猿）代理成本

与筹集资金有关的代理问题，可以由可转换债券来解决。纯粹债券会促使债权

人做出让公司进入低风险的经营活动举措。相反，普通股股东则有让公司接受高风险项目的激励举措。具有负值净现值的高风险项目将会把财富从债权人手中转移到股东手中。如果这些矛盾不能解决，那么公司可能就会被迫放弃有利可图的投资机会。然而，因为可转换债券具有权益的特点，所以发行可转换债券来代替纯粹债券，财富转移发生情况就会减少。也就是说，可转换债券可以降低代理成本。现实世界里，与之相关的另一个迹象则是可转换债券的债券契约中的限制性条款要比纯粹债券少得多。

（源）后门权益

广为接受的可转换债券理论将可转换债券视作后门权益。由于较高的财务风险成本，刚刚创立不久、高成长的小型公司通常很难以合理的条件发行债券。但是，如果股价很低，业主又不愿意发行股票来融资。这种解释与可转换债券理论检验了风险漂移和可转换债券的后门权益理论，结果发现两种理论都找到了支持证据。

（远）可转换债券发行的风险管理

（员）发行风险

由于信息的不对称性，在期权债券价值的认定上，企业和投资者很难达到完全一致。如果债券的利率设定过低，转股价格定得过高，股权上的收益无法满足投资者在债券收益上的让渡，可转换债券在发行后将无法吸引到足够的投资者，造成发行失败；而债券的利率定得过高，不仅企业要额外支出利息，而且，过高的利息水平会带来过低的期权债券价值的错觉，进而，投资者会对企业的股票价格上升产生怀疑，最后影响企业的股票价值。

如何应对发行风险？主要应区分股市的发展周期。我们将股市的发展周期划分为复苏阶段、上升阶段和下降阶段。其中，复苏阶段对投资者有利，但对发行者不利；上升阶段是发行可转换债券最好的时机；下降阶段适合发行长期可转换债券。

在股市的复苏阶段，此时公司的股价低迷，公司用申请到的股票发行额度能募集到的资金有限，且投资者配股热情不高，不适宜运用股权融资。如果发行可转换债券，以公布募集说明书前几天的股价为基础制定出的转股价较低，能确保可转换债券顺利转换，但是，在此时发行可转换债券有个致命的弱点，由于转股价低，转换后的股数很大，故用同等股票发行额度，此时能筹集到的资金相应较少。在进入转股期后，由于转股溢价率低，在市场上立即会形成一笔不小的股本扩张压力，而股本扩张后，每股盈利被摊薄，无法达到股东要求的投资报酬率，这对公司很不利。且股市低迷时，银行储蓄利率水平往往较高，以此为基础制定出的可转换债券票面利率也相对偏高。

在股市的上升阶段，不断上升的股价不仅能保证可转换债券顺利转换，以此时的股价为基础制定出的转股价格也贴近市场价格，企业能用同样的股票发行额度筹集到较多资金。

在股市的由盛转衰阶段，此时公司的股价居高，配股溢价高涨，且二级市场投资活跃，配购新股趋于踊跃，此时应该发行新股。如果发行可转换债券，若干年后

进入转换期，此时指数已经下滑，不仅一级市场的债权人将损失债息差，而且公司在承受转换风险时，还要承受债券的高利息支出。在双重打击下，公司很难能够安全渡过险关。

至于股市萧条的阶段，由于股价不断下跌，发行的可转换债券最终无人问津，致使发行失败的可能性极大，故理性的公司管理层都不会考虑在这个阶段发行可转换债券，自然也没有考虑的必要。

（四）转换风险

一般来说，公司发行可转换债券的最终目的是筹集股权资本。当公司的股价在转股期间持续低迷，投资者就会持有债券。由于企业的债务不能按计划转为股权，企业只能按时支付债券利息，在加重企业债务负担的同时，也会对企业的资金周转造成影响。在可转换债到期时，企业需要对未转换的可转换债券还本付息，这势必需要在短期内筹集大笔资金，如果此时企业的资金周转不畅通，很可能会因无法支付高额的债券本息而引发财务危机，严重时会造成企业债务重组，甚至破产倒闭。

公司主要应通过制定恰当的票面利率和转换价格的方式对这一风险进行管理，但是，可转换债券的转换价格和票面利率决定了投资者的收益，为了吸引投资者，转换价格应该尽量低，票面利率尽量高，但这样做，不仅增加了公司的财务费用支出，募集的融资额也会减少，影响现有股东的权益，故在制定票面利率和转换价格的时候，应考虑双方的利益，达到“双赢”。

除此之外，公司还可通过回售条款、修正转股价条款或强制转股条款等方式规避这一风险。回售条款给予投资者将持有的可转换债回售给企业的权力，企业可以规定在约定的日期按规定的价格回售，也可以约定当公司的股价连续低于转股价一定幅度到达一个特定时间，可转换债的持有者有权将可转换债回售给企业。回售条款有利于企业在股价持续下跌时将流通在外的可转换债及时收回，减少日后持续的利息支出，且设定了回售条款的可转换债券，票面利率可以更低，而转股价更高。公司为了更好地规避风险，可以设置逐年变化的赎回和逐年回售条款，鼓励持有者尽早转股，减轻公司的财务压力。强制转股是指在可转换债券到期时，一次性将未转换的可转换债券全部强制转换。这样做，虽然可以避免到期还本付息，但一次性大量股票涌入市场，对于公司的股价影响很大。

【例 远-缘】深宝安的可转换债券融资及转换风险。

缘年 缘月，深圳证券交易所上市公司深宝安在粤股市场上发行了缘亿元人民币可转换债券，票面利率猿，期限缘年，初始转股价为缘元，到期前半年可以赎回，赎回价为面值的猿。这是我国第一支由上市公司发行的可转换债券，也是当时规模最大的一支可转换债券，该可转换债券于缘年 缘月 缘日挂牌上市，上市前一天，深宝安股票最高价猿愿元，收盘于猿愿元。而上市当日可转换债券以缘元开盘，以最高价缘元收盘，同时宝安股票收盘价为猿元，换手率缘，市场转股价远高于规定的转股价格，是宝安股票与其可转换债券最辉煌的一天。此后，可转换债券的价格开始下降，截至当年猿月 缘日，宝安转债

的价格下跌到 10.50 元，换手率超过 100%。在这 1 个月内，宝安转债市场表现活跃。之后，由于股票市场整体大熊市，宝安转债的价格最低达到 10.00 元。

1997 年 12 月 1 日起，宝安转债进入转股期，由于 12 月 1 日公司实行了 10 送 3 股并派发 0.50 元现金红利，故转股价调整至 10.50 元。12 月 1 日当日宝安股票价格 10.50 元，低于转股价。

此后，直到 1998 年 1 月 1 日，宝安股票的价格才开始出现短暂的上涨，1998 年 1 月 1 日至 1998 年 1 月 1 日的 1 个月中，宝安股票的市场价高于转股价的行情有 1 个交易日。之后，除了 1998 年 1 月 1 日与 1998 年 1 月 1 日外，宝安股票的市场价格均低于转股价。

1998 年 12 月 1 日，实施上年度 10 送 3 股派现金股利 0.50 元的分红方案，1999 年 1 月 1 日，又实施了 10 送 3 股派现金股利 0.50 元的分红方案。但按照最初的约定，当且仅当公司于转换股期开始前增加新股，转股价才作调整，故这 2 次分红后，宝安公司都未调整转股价格，仍然维持在 10.50 元上。而宝安股票的价格此时却在 10 元以下。1999 年 1 月 1 日到期时，被转换的宝安转债仅占发行量的 10%，宝安转债转换失败。

宝安转债转换失败的原因有很多，其自身的经济效益增长率不能同股本扩张的速度相适应，致使分红后股价无法填权是很大的一个原因，但最大的原因是宝安转债无转股价格调整条款，致使股价和转股价脱钩。

但宝安转债也有其优势，宝安转债的票面利率为 7%，相对应的是，当时 1 年期银行存款利率 5.5%，1 年期企业债券利率 7.5%，1 年期国库券利率 7%，宝安转债的票面利率明显低于应有的水平，故转换失败并未带给深宝安过大的打击。

吸取了宝安转债的教训，现在公司发行可转换债券时，一般都附有回售条款和转股价格向下修正条款，以及赎回条款，能最大程度的保护自己。

（猿）收购风险

由于可转换债券发行初期是债券性质，而在适当时候能转换成股票，故投资者可以采取购买可转换债券的方式来增加自己对企业的控制权，这样做不仅隐蔽，短期内不易被发现，而且不会造成直接在市场上购买股票时容易出现的情况，节约成本。

应对这一风险，公司可以通过设定合理的赎回条款进行规避。目前我国相关法规规定，企业必须设置赎回条款与回售条款，或者强制转股条款，但只能选择其中一条。就赎回条款来说，我国为有条件赎回，每年可执行一次，即规定在赎回日前连续 10 个交易日中，累计 5 天的平均股价不低于转换价的 105%。赎回条款可以迫使投资者考虑加速转换，也有利于发行公司避免因股价突然下降而使转股受挫。

（源）利率风险

公司需要为未转换的可转换债券支付利息，过高的利率水平，意味着公司要承担高额的融资成本，最近发行的可转换债券，其票面利率均逐年递增，市场利率下降将使公司丧失以低利率筹资的机会，解决方案有赎回、回售和强制转股。回售方

案中，发行公司没有权利强制执行回售。强制转股一般在非上市公司股票上市时，或可转换债券到期时强制执行，故赎回并以低利率再举债是公司最好的选择，但新旧债务之间的时间差不可避免，且新债券的市场接受度同样是未知数。而过低的债券利率会造成债券收益率低下，直接导致投资者持有债券的机会成本上升，影响债券成功发行。

衍生工具与公司投资管理

公司并购与衍生工具应用

公司并购既可以通过现金购买股票或股份来实现，也可以通过换股，即股票换股票来实现并购交易。在换股合并中，接受并购一方公司的股东放弃对被并购公司的各项权利，获得收购方公司的股票。但是，因收购方公司的股票价格在收购完成后会发生波动，因此，与现金收购方式相比，换股合并对被收购公司的股东来说，换出股权的对价是不确定的。此时，衍生工具可以帮助克服这些不确定性，从而帮助并购的顺利完成。

正因为如此，通过换股合并有可能面临谈判失败的风险。比如，粤公司准备购买月公司的某分部，并计划采用换股收购的方式。按最初的收购计划，粤公司准备向月公司提供 1 亿股粤公司的股份。当时粤公司的每股市场价格为 10 元，按收购协议时刻的定价，月公司将收到大约 10 亿元（1 亿股 × 10 元/股）。尽管这个价格令月公司的管理者满意，但是因所换入的 1 亿股股票面临市场价格变动的风险，月公司的管理者也为换股交易的风险而担心，即粤公司股票价格下跌的风险。

为了消除这些担心，粤公司决定向月公司提供价值共计 10 亿元，即每股 10 元（1 亿股 × 10 元/股）的或然价值权作为“定心丸”。在此计划下，这 1 亿股的每一股都可以在该交易完成的一年内获得 10 元与股价的差值，最大额是 10 元。例如，如果粤公司的股票在一年后是每股 10 元，则粤公司新发的每股股份将获得 10 元（10 元 - 0 元）的现金。因此，由于 10 元加上每股股价 10 元，所以合计仍将是 10 元。但是，由于最高额为 10 元，所以股价跌到 0 元（0 元 - 10 元）以下时，月公司就不能再获得额外的保证。例如，股价跌到每股 0 元，则总价值是 10 元（0 元 + 10 元）。

或然价值权计划可视为看跌期权，这意味着对粤公司因并购活动而发行的每股股票的股东而言，获得一个执行价格为 10 元的看跌期权，同时卖出一个执行价格为 0 美元的看跌期权。如果粤公司股价低于 10 元，那么从行权价为 10 元的看跌期权获得的现金是 10 元与股价的差值。然而，如果股价跌到 0 元以下，执行价格为 0 元的看跌期权也处于实值状态，每股仍获得 10 元（0 元 - 0 元）的现金。

这一安排，使月公司的管理者最终削弱了对换股并购风险的担心，提高了他们最终接受该项并购方案的可能性。该例表明，使用创造性融资工具，可以使曾经

勉强的售出者欣然接受。

远德项目投资和期权

在项目投资决策中，通常所采用的方法是净现值法，须在基期对项目的未来现金流量做出预测。对每一个未来时期的预期现金流量按适当的风险折现率进行折现，计算出净现值（ Δ ）。对于独立的项目，正的净现值意味着接受，而负的净现值则意味着拒绝。该方法通过折现率处理风险因素。此外，我们可以用决策树这一较复杂的方式处理风险。通常来说，我们在今天做出投资决策，但许多赖以做决策的信息尚不完备，其具体情况依赖于未来某一事项的进展。也就是说，做项目投资决策的公司可以通过做先期小规模投资，以获取该项目未来进展的权利，但延后其项目投资的进程直至信息完备，这实际上是应用了期权。现在我们通过一个例子来说明这种期权。

【例 远-远】某石油公司粤正在考虑购买某偏远地区的一处油田。卖方的报价为 远元，并且急于立即售出。初始钻探成本是 缘元。公司预期在数十成百年内每年可以采油 远桶。由于该项目的终止日期很遥远且难以做具体估计，故公司将出自石油的现金流量视为永续年金。以每桶 远美元的油价和 远元的采油成本计算，每桶石油开采净现金流将保持 源元。适当的实际折现率是 远%。公司在过去坏年份里的减免税额足以使它不必为油田支付任何利润税。粤公司应该购买这项财产吗？对于粤公司油田的 Δ 是：

原元 原元 垣 (源元 远元) 远元 越元 (美元)

按照这个分析，粤公司不应该购买油田。但是，公司的顾问月先生认为，石油的价格有望以通货膨胀率的速度增长，同时，他指出明年对于石油价格是相当危险的一年。一方面，欧佩克（ Δ ）正在考虑一个在未来许多年的实际期限内将油价提高到每桶 猿美元的长期协议。另一方面，国家汽车局最近指出以沙与水的混合物作为燃料的汽车目前正在检测中。月先生认为，若这项开发被证明是成功的，则在许多年内的实际期限中石油将定价为每桶 缘元。关于这两方面进展的全部信息将在 员年后揭晓。若油价提高至每桶 猿美元，则粤公司油田的 Δ 将是：

原元 原元 垣 (猿元 远元) 伊元 远元 越元 猿元 (美元)

然而，如油价跌至每桶 缘元，油田的 Δ 甚至将比它今天的负净现值还小。月先生向粤公司董事会提出两个劝告。他认为：(员) 应该购买该土地；(圆) 对钻探与否的决策应该推迟到有关欧佩克新协议和国家汽车局关于新汽车的信息发布之后。

他先假设土地已被买下，在这个假设下对钻探与否的决策应该推迟。然后，他对自己关于土地原先已经被买下的假设展开调查。

假定该土地已经被买下。若该土地已经被买下，应该立即开始钻探吗？假如立即开始钻探，那么 Δ 是 原元。而若将钻探与否的决策推迟到新信息揭晓之时，那时就能做出最适宜的选择。若油价降至每桶 缘元，则粤公司不应该钻探。公司不如回避该项目，这时除了购买土地的 远元外，它没有任何损

失。若油价涨至每桶 35 美元，则钻探应立即开始。

月先生指出，通过推延，若油价上涨，公司只投资 100 万美元钻探成本。因此，通过推延策略公司将在油价下跌的情况下节省 100 万美元。他的结论是，一旦买下土地，钻探与否的决策就应推迟进行。

应该先将土地买下来吗？现在我们知道，假如已经买下该土地，那么将钻探与否的决策推迟到信息揭晓时是最适宜的。假设我们知道这个关于钻探的最佳决策，那么是否应该先将土地买下来呢？即使不知道油价上涨的准确概率，月先生仍然确信应该买下该土地。每桶油价为 35 美元时项目的净现值是 100 万美元，而土地成本仅为 100 万美元。他相信油价上涨是可能的，尽管并不很有希望。即使这样，他认为为潜在的高收益率显然值得冒风险。

这个例子提出了一种方法，当粤公司购买土地时，它实际上是在购买期权。也就是说，一旦土地被买了下来，公司就拥有以执行价格 100 万美元购买一片有储量油田的期权。正如分析结论所说，一般不应该立即执行看涨期权。在这种情况下，公司将推迟到关于未来油价的相关信息揭晓时才执行。

在经典资本预算的方法中有一个严重缺陷，即净现值计算法忽略了现实中的公司具有灵活性。在上述例子中，标准预算技术得出的结果是，购买土地将出现一个负的净现值。然而，通过给予公司期权以根据新的信息改变其投资政策，可以容易证明购买土地是合理的。

公司管理者应着力寻找隐匿在项目投资中的期权。因为期权是有利可图的，所以当资本预算计算忽视了灵活性时，管理人员就可能错失好项目。

远德隆股票投资与期权

股票投资策略是以买入、持有和出售股票资产为主要目标的投资策略。在这一策略里，期权可作为一种辅助方式来建立或管理一个股票组合头寸。本节介绍只限于上述情况，而不包括仅通过交易期权工具进行获利。

员) 建立股票投资组合

(员) 使用看跌期权来买进股票

在投资者购买股票时，通常会遇到如下情形，即认为某一支股票很有吸引力，应该购买下来，但现有的价格偏高。如果现有价格下跌一定的比率，则可毫不犹豫地购入。在这种情况下，通过卖出看跌期权在合理的价位获得股票可能是一个合适的策略。

【例 远-苑】假如远月份 德隆公司的股票价格是 100 美元，某投资者对在这个价位购入股票感到犹豫不决；如果在 80 美元的价格范围，该投资者会决定在其投资组合中加入该支股票。此时，愿月份 德隆公司股票执行价格为 100 美元的看跌期权市场价格为 10 美元。对该投资者而言，为在目标价位上建立 德隆公司股票的投资组合，可以通过出售 愿月份 100 美元的看跌期权实现。

投资者持有的看跌期权空头，承担了在合约到期日按期权执行价格 100 美元买进该股票的义务。当然，这种义务只有在合约到期日股票价格低于执行价格时，期

权合约的多头方才会要求履约，投资者的上述履约义务才变成现实义务。这意味着，如果愿月份合约到期日前，ABC公司的股票可能低于100美元，投资者可能被指派按100美元的价格购入股票。

当投资者出售看跌期权空头时，只可能有两种结局：①如果看跌期权在合约到期日时是虚值的，它们就不名一文地过期；②它们将被指派，投资者必须以100美元购入ABC公司的股票。

在第一种情况下，投资者将保留100美元的权利金，但同时也没有获得在低于100美元价位上购入ABC公司股票的机会。这意味着，在投资者等待股票价格回调再购入的决策中，可能面临着股票价格一直没有回调而一路上涨的风险，在这种情况下，期权权利金将是唯一的回报。同时，在愿月份合约到期时，投资者应同样做出是否应卖出稍晚到期的看跌期权的决策。

在第二种情况下，ABC公司股票价格低于100美元，投资者可能被指派以100美元的价格购入股票。此时，投资者购入股票的修正成本是80美元（100美元执行价格减去20美元的期权权利金收入）。在这种情况下，股票成本可能高于也可能低于市场价格。即使股票成本高于市场价格，也并不意味着股票投资策略的错误，因为这一股票价格下跌的风险是每一位投资者都会遇到的风险，同时该投资者实现了建立股票头寸的初始目的，即在80美元以下的价位购入ABC公司的股票。

这意味着，对于寻求比现行市价更低价格购买股票的投资者来说，卖出股票看跌期权是一种合适的策略，但是，这一策略并不能保证投资者一定会购得股票；如果投资者购得股票，期权执行价格必定高于市场价格，投资者应承担持有该期权的全部风险。

（四）兼买兼卖策略

兼买兼卖（long-short）策略是包含股票多头和看涨期权空头的组合，且这两个头寸是同时建立的。该策略通常关注的是与其相关的回报，而不是股票的目标价格。

为了建立兼买兼卖策略，投资者会买进一种选定的股票，与此同时卖出该股票的看涨期权。通常来说，实行这一策略，投资者给其经纪人下达的是“兼买兼卖”指令，该指令由两部分组成。根据这一指令，股票的买进和看涨期权的卖出会以一个确定的净价格成交，否则就都不成交。

使用兼买兼卖策略的投资者通常从回报的角度考虑这一策略，主要考虑两类回报：①静止回报（net long return），即如果股票价格停留在其买进的价位上，投资者可得到何种回报；②履约回报（net short return），即如果股票价格超过期权的敲定价格，看涨期权因此被指派了，那么，投资者所能得到的回报。上述回报率应使投资者感到对其所承担的风险得到了足够的补偿。每个兼买兼卖策略都涉及两种回报率之间的平衡：卖出一个平值期权，投资者可增加静止回报，但减少了履约回报；而卖出一个深虚值期权，投资者增加了履约回报，但与此同时减少了静止回报。下面举例说明。

【例 10-1】兼买兼卖：计算潜在的回报。

假定股票价格为 50 美元，看涨期权定价为 5 美元，目前离合约到期日尚有 90 天。每季度的股息为每股 1 美元。

① 计算静止回报。

静止回报是假定在 90 天内股票价格美元变化的回报，计算公式为：

$$\text{该时期回报} = \frac{(\text{期权权利金} + \text{所得股息}) - \text{初始投资}}{\text{初始投资}}$$

将其转化为年度回报率，计算公式为：

$$\text{年度回报率} = \frac{\text{该时期回报}}{\text{每年的天数} \times \text{合约到期前的天数}}$$

② 计算履约回报。

履约回报是假定股票的价格在合约到期日时高于敲定价格，看涨期权被指派，使得股票被卖出时投资者的回报，计算公式为：

$$\text{该时期回报} = \frac{[\text{期权权利金} + (\text{敲定价格} - \text{原购买价格}) + \text{所得股息}] - \text{初始投资}}{\text{初始投资}}$$

将其转化为年度回报率，计算公式为：

$$\text{年度回报率} = \frac{\text{该时期回报}}{\text{每年的天数} \times \text{合约到期前的天数}}$$

兼买兼卖策略是一个保守的策略，适用于停滞或略微上涨的股票。投资者的注意力首先必须集中于股票的选择，然后，集中于静止回报和履约回报。当期权的履约期很短时，要谨慎使用以其为基础计算出来的年度回报率。如果到期日仅有两个星期，依此而计算的年度回报率实际上假定同样两周内的回报会在整个一年内重复下去，即在一年内有 26 个同样的周期。这实际上是不可能的。通常来说，股票期权的合约到期日在一年只有 5 个。此外，如果一个兼买兼卖策略的潜在回报非常高，这也可能意味着这个交易的风险程度也非常高。

10.4 持有或改变股票投资组合

(1) 股票补救策略

在投资者购入的股票中，通常出现违背投资者预期的结果，即股票价格不是上涨而是下跌了。此时，投资者的目标可能从盈利转向保本。通常来说，如果不借助衍生工具，投资者通常能做的选择主要有以下两类：一是“持有等待”策略，即不采取任何措施等待股价恢复至购买价，以收回投资成本；二是“摊薄成本”策略，即在原始头寸的基础上，投资者以现行的较低价格再买进同样数量的股份。后一策略的优点在于，股票价格只要朝初始购买价格涨回一半，就可以实现保本；但其缺点在于，需要大额追加投资，并且如果股票价格下跌，其损失较原组合会增加一倍。

投资者引入期权，采用股票补救策略（看涨期权套利），可以避免上述不足，既不需要追加新的投资，又避免股价下跌给投资组合带来的额外风险。下面举

例说明。

【例 12-10】假设投资者持有 1000 股粤公司的股票，初始购入成本为 5 元，当前价格为 4 元。因股票价格下跌幅度较大，投资者的投资目标转至收回投资成本，对投资收益的期望下降。同时，该投资者不愿意再追加投资，同时也不愿意因股票价格下跌而承担额外的风险（即新组合的风险不能超过原 1000 股粤公司股票所承担的风险）。

该投资者采用股票补救策略来挽回先前的损失。在所持有的 1000 股粤公司股票的基础上，买入 500 手 4 月份 4 元看涨期权，单价为 1.5 元；同时卖出 100 手 4 月 5 元看涨期权，单价为 1.5 元。通过建立上述投资组合，投资者可实现其主要目标。

首先，在不考虑交易费用的情况下，该投资者不需额外追加资金。以单价 1.5 元的价格买进 500 手 4 月份 4 元看涨期权需花费 750 元；以单价 1.5 元的价格卖出 100 手 4 月份 5 元的看涨期权，将收入 150 元。建立新的投资组合不需要额外的资金。

其次，新的头寸是否增加了原组合的风险？新投资组合包括看涨期权和股票，新组合较原组合增加的金融工具仅为看涨期权。如果该股票在合约到期时价格低于 4 元，那么，所有看涨期权价值均为 0。因为建立该头寸时没有成本，所以合约到期时也不会产生损失，收支平衡。如果股票价格上涨，则上述组合的价值见表 12-1。

表 12-1

股票补救策略下投资组合盈亏计算表

单位：元

合约到期时的 股票价格	1000 股股票 盈亏	500 手 4 元看涨期 权多头盈亏 (支出 750)	100 手 5 元看涨期 权空头盈亏 (收入 150)	投资组合盈亏 总额
3	原 5000	原 750	增 150	原 5000
4	原 4000	原 750	增 150	原 4000
4.5	原 4500	原 750	增 150	原 4500
5	原 5000	原 750	增 150	原 5000
5.5	原 5500	原 750	增 150	原 5500
6	原 6000	增 150	增 150	原 6000
6.5	原 6500	增 150	增 150	原 6500
7	原 7000	增 150	增 150	原 7000
7.5	原 7500	增 150	原 150	原 7500

见表 12-1，新组合在没有增加风险的基础上降低了投资组合的盈亏平衡点。如果股票价格上涨至 5 元，而不需上涨至购入股票的价格 5 元，投资者就可以收回投资成本，同时不会承担股票价格进一步下降而产生的额外风险。

但是，这一策略在股票价格上涨至源元以上时，投资者购入的源手源元看涨期权将会履约，卖出的圆手源元看涨期权将会被指派，其净结果是，所有的头寸均被平仓了结，投资者则留有与初始投资相等的现金。当然，投资者也无法从股票价格的进一步上涨中获利，只能实现收回投资成本的初始目标。

（圆）持保跨式套利

对某类持有股票投资组合的投资者来说，可能会遇到下列情形：当某支股票价格上涨一定程度时即出售股票；当其价格下跌一定幅度时即购入股票。在这种情况下，投资者可以被动地等待股票价格波动，然后在股价上涨时出售股票，而在股价下跌时购入股票。如将期权引入该类目标的投资决策中，投资者可以通过卖出持保跨式套利（源手源元看涨期权+源手源元看跌期权）或卖出持保组合（源手源元看涨期权+源手源元看跌期权）来实现。

如果投资者拥有某股票并且愿意按较高的价格卖出，同他有关的期权策略就是卖出看涨期权；如果投资者寻求以较低的价格买进股票，同他有关的期权策略就是卖出看跌期权。因此，对寻求高卖或低买的投资者来说，看涨期权和看跌期权都应该是卖出。如果两个期权的敲定价格相同，则是卖出持保跨式套利；如果两个期权的敲定价格不同，则是卖出持保组合。

【例远-源】持保跨式套利和持保组合。

① 卖出持保跨式套利。

投资者持有缘股粤公司的股票，当前价格为每股缘元。该投资者愿意在价格上升约源元（即源元）时卖出股票，或者在价格下跌约源元即缘元时再买进缘股。

与其被动等待股价上升到源元或下跌至缘元，该投资者不如建立如下期权头寸：卖出缘手源月份缘元看涨期权，单价为猿元；同时卖出缘手源月份缘元看跌期权，单价为圆元。

在合约到期日时，如果股票价格高于敲定价格缘元，看涨期权可能被指派，投资者将不得不按缘元的价格出售股票。当然，卖出看涨期权所得到的权利金猿元由投资者支配。此时，看跌期权将不会被指派，其权利金圆元被投资者保留。该股票的实际出售价格为源元（等于看涨期权的敲定价格、看涨期权的权利金和看跌期权权利金之和）。这一价格比初始源元的出售目标价格要高。更重要的是，该实际出售价格只需股票价格上升至缘元以上即可。

同样，在合约到期日时，如果股票价格低于敲定价格缘元，看涨期权则不会被指派，投资者收入其权利金猿元；看跌期权则会被指派，投资者不得不按缘元的价格购入缘股股票，投资者将保留看跌期权的权利金。实际购买股票的价格为源元（等于看跌期权的敲定价格减去看涨期权权利金和看跌期权权利金后的余额）。此时，投资者购买股票的实际成本甚至低于预定目标的缘元，更重要的是，它并不要求股价下跌至源元，只需股价收于缘元以下。

当然，如果期权合约到期时，股价可能大幅高于源元，或大幅低于缘元。这

时投资者仍只能按上述策略的价值建立新的投资组合，而享受不到股价波动幅度高于预期的好处。但是，这并不意味着卖出持保跨式套利策略是无效的，它有效地帮助了投资者实现了既定建立投资组合的目标。

② 卖出持保组合。

投资者也可以通过卖出敲定价格不同的看涨期权和看跌期权来实现上述目标。在这一策略中，如果股票价格上升到高于看涨期权的敲定价格，或下跌到低于看跌期权的敲定价格，持保组合在合约到期时卖出或买入股票同卖出持保跨式套利是极为相似的。但是，在持保组合中，有第三种可能性：在合约到期日，股票价格可能收于两个敲定价格之间。如果发生这样的情况，看涨期权和看跌期权都处于虚值。

如果投资者持有缘手月公司的股票，现价为猿元。投资者可借此建立如下的组合：卖出缘手月公司圆月到期的猿元看涨期权，权利金为元；同时卖出缘手月公司圆月到期的猿元看跌期权，权利金为元。

如果在圆月份合约到期时，月公司股价收在猿元和猿元之间，那么看涨期权和看跌期权都处于虚值。投资者仍然拥有缘手月股票，同时保留了每股元的期权权利金。此时，投资者会面临新的决策，即是否要建立一个合约到期日更远的组合？

由于持保组合存在两种期权都处于虚值的可能性，有的投资者会倾向于使用持保组合策略，但就实际效果而言，并没有哪一种策略更优。

猿) 处置股票投资组合

投资者在出售股票的决策中，往往会遇到如下情形，即当股票价格再上涨几个百分点时就会出售股票。但是，这一决策也会遭遇到股票价格不升反降的风险，如果股票价格一路下跌，此时投资者继续持有股票则会遭遇损失。通过出售看涨期权可以对上述情形的决策有所帮助。

【例 远-员】远月源日，如果粤公司股票价格为苑元，投资者在圆个月前以苑元的价格购入该股票，目标价格是愿元。投资者可以等待粤公司股价升至愿元后再出售，也可以通过出售愿月份愿元看涨期权（距合约到期日尚有苑天）来实现，当天该期权的定价为源元。

投资者卖出看涨期权，即承担了在合约到期时按敲定价格卖出标的股票的义务，本例中投资者承担了在愿月份以愿元价格卖出粤公司股票的义务。在合约到期日时，只可能出现两种情况：一是股票价格高于敲定价格愿元，期权将会被指派，股票将按愿元卖出；二是股票价格低于敲定价格愿元，期权将会过期，投资者将继续持有粤公司股票。分别讨论上述两种情形：

首先，如果到期日粤公司股价高于愿元，投资者卖出的看涨期权将会被指派，股票以愿元的价格被卖出，投资者也会保留源元的权利金，因此，投资者卖出股票的总收入应是愿元。

其次，当到期日粤公司股价低于愿元，看涨期权就会处于虚值状态，投资者的卖出义务也会因此终结，权利金源元也因此成为投资者的收入。此时，投资

者会进一步向前看，寻找下一步的策略。如果此时粤公司股价仍然是 20 元左右，那么，仍可以考虑卖出 1 月份该股票的 20 元看涨期权。当然，如果此时粤公司股价已下跌，则卖出 1 月份该股票的 20 元看涨期权可能毫无意义，因为其权利金收入可能微不足道。

总体来说，基于所持有的股票多头头寸而建立看涨期权空头头寸，适合于持有股票且希望股票价格再上升一定程度后即出售股票的投资者。但是，这一策略并不能保证股票会在预定价位上出售，同时，该类投资者仍会承担因为拥有这支股票所面临的市场价格下跌的风险。

10.1 衍生工具与公司营运管理

公司所面临的商品价格风险，主要指采购商品价格上升的风险及所生产产品价格下降的风险。无论是生产的投入品还是产成品，公司都需要对其价格变动的风险进行管理，从而提升利润的稳定度，使生产经营在公司可控的层面进行。

从投入品价格风险角度来说，投入品价格的不确定性影响了产成品的定价和营销的管理能力。成本的波动也可能导致公司的现金流和盈利产生不良波动，这将会进一步引发更多的问题，如更高的信贷成本。比如，某公司长期按照固定价格向市场提供产成品，增加投入成本将削减企业的利润。通过锁定产品原料的成本，企业能够更好地维持利润。如果不能锁定投入品的成本，企业则会不愿意同客户建立长期的供货关系，这会使企业失去在市场竞争中的优势。从产成品价格风险角度说，产成品价格的波动将直接影响公司的利润。甚至，当市场价格低于公司生产产品的变动成本时，公司最优决策为停止生产产品，这会直接威胁公司的生存。因此，公司有必要对投入品价格以及产成品价格风险进行管理。

10.1.1 期货合约与商品价格风险管理

1) 去尾套期保值与完全套期保值

用期货套期保值需要进行去尾。对 n 个单位的现有资产卖出少于 n 个单位的金融合约以进行套期保值的做法被称为去尾套期保值。

(1) 无套利情况下期货价格的确定

假定 1 盎司黄金的价格是 200 美元，现在来计算黄金期货的价格。前已述及，不支付红利的投资在第 1 年无套利远期价格与期货的第 1 年无套利的期货价格是大概相等的，它们由下式决定：

$$F = S + (S - S_0) e^{-rt}$$

其中： F 代表期货价格； S 代表所作投资在今日的即期价格； r 代表期限为 1 年的零息债券的年复利率。在无风险年利率为 5% 时，按上述计算公式，一年后交割的黄金的期货价格每盎司 200 美元。

(2) 创造完全的期货套期保值

假设投资者拥有一盎司黄金想在一年后售出，为规避金价下跌的风险，通过卖

出期货合约以锁定售价。但在套期保值过程中，需要进行去尾，即相对于打算在一年后卖出的每一盎司黄金，投资者应卖出小于一盎司的期货。这也意味着，如果投资者为规避一盎司黄金的价格风险时，卖出一盎司的期货，属于过度套期保值。

我们通过例子说明上述过度套期保值的原因。如果黄金的现货价格由每盎司 100 美元变为 90 美元，黄金的期货价格则由每盎司 100 美元变为 95 美元（100 伊伊（1 伊伊））。因此，卖出 1 盎司的黄金期货以对金价变动的风险进行套期保值就显得有点过头了。当金价由每盎司 100 美元变为 90 美元时，我们从所持有的 1 盎司黄金中获得了 10 美元的收益，但在卖出的 1 盎司黄金期货合约上损失了 5 美元。

通过卖出少于 1 盎司黄金的期货合约会解决过度套期保值问题。确切地说，就是卖出 0.5 盎司的黄金期货。因金价上升 10 美元而在期货合约上的损失为 5 美元（10 伊伊（1 伊伊）），恰好与持有 1 盎司黄金的收益相抵消。

12.3 基差风险与期货合约的选择

以上的讨论对冲进行得比较完美，但在现实生活中，情况可能有所差异。对冲者可以知道未来买卖资产的准确时间，于是对冲者能够利用期货合约转移几乎所有的来自于那个日期资产价格的风险。在实际应用时，期货合约套期保值并不那么完美。其主要有以下原因：①需要对冲其价格风险的资产与期货合约的标的资产可能并不完全一样；②套期保值者可能并不能肯定购买或出售资产的确切时间；③套期保值可能要求期货合约在其到期日之前就进行平仓。这些问题与基差风险（Basis Risk）紧密相关。

（一）基差

在套期保值的情况下，基差（Basis）被定义为打算进行套期保值资产的现货价格与所使用合约的期货价格之间的差额。

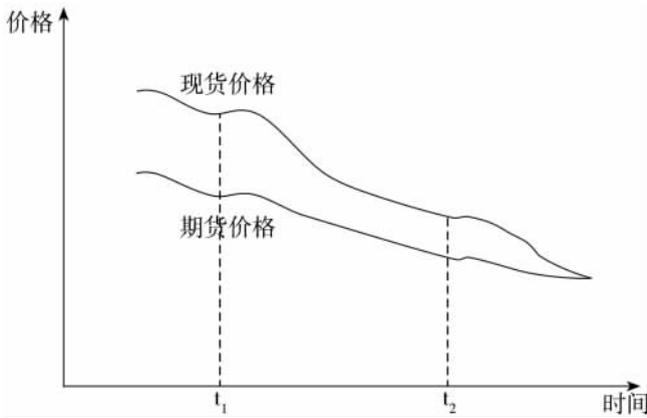
如果打算进行套期保值的资产与期货合约的标的资产一致，在期货合约到期日基差应为零。在到期日之前，基差可能为正值或为负值。当标的资产是低利率货币或黄金白银，其期货价格大于即期价格。这意味着基差是负值。对高利率货币或许多商品，其期货价格小于即期价格，基差是正值。

当现货价格的增长大于期货价格的增长时，基差也随之增加，称为基差扩大（Basis Expansion）。当期货价格的增长大于现货的价格增长时，基差减少，称为基差减少（Basis Contraction）。图 12-1 说明基差如何随着时间变化。注意在期货合约到期前，基差是正值。

（二）基差风险

为了检验基差风险的性质，我们使用如下的符号： S_t 代表在 t 时刻现货的价格； S_0 代表在 0 时刻现货的价格； F_t 代表在 t 时刻期货的价格； F_0 代表在 0 时刻期货的价格。

令 B_t 为在 t 时刻的基差； B_0 为在 0 时刻的基差。



图远一透基差随时间变化示意图

假定在 t_1 时刻进行对冲操作，并在 t_2 时刻平仓。假设在建立套期保值初始时刻，现货和期货的价格分别为 S_0 美元和 F_0 美元；在平仓时，现货和期货的价格分别为 S_1 美元和 F_1 美元，即 $S_1 > F_1$ ， $S_0 > F_0$ ， $S_1 < F_1$ ， $S_0 < F_0$ 。

根据基差的定义： $B_0 = S_0 - F_0$ ； $B_1 = S_1 - F_1$ ，得出： $B_1 < B_0$ ， $B_1 > B_0$ 。

考虑第一种情况，套期保值者知道将于 t_2 时刻出售资产，并在 t_2 时刻持有期货的空头。该资产实现的价格为 S_1 ，期货头寸的盈利为 $F_0 - F_1$ ，则套期保值后资产获得的有效价格为： $S_1 + F_0 - F_1 = S_1 - B_1$ 。

在本例中，上式的值为 $S_1 - B_1$ 美元。在 t_2 时刻 S_1 的价值是已知的。如果此时 B_1 也是已知的，就可以进行完全的套期保值。套期保值风险是与 B_1 有紧密相关的不确定性。我们称之为基差风险（Basis Risk）。

考虑另一种情况，公司知道它将于 t_2 时刻购买资产，并在 t_2 时刻进行多头套期保值。为该资产支付的价格为 S_1 ，在期货头寸上的损失为 $F_0 - F_1$ 。则套期保值后的资产所支付的有效价格为： $S_1 + F_0 - F_1 = S_1 + B_1$ 。

与前面的表述方式一致，在本例中上式的值为 $S_1 + B_1$ 美元。在 t_2 时刻 S_1 的价值是已知的， B_1 代表了基差风险。

对诸如外汇、股票指数、黄金和白银这些投资资产来说，基差风险小于消费性资产的基差风险，这是由于套利理论会使投资资产的期货价格和现货价格之间较好地保持某一确定的关系。某一投资资产的基差风险主要来源于将来无风险利率水平的不确定性。对于消费性的商品来说，供需之间的不平衡以及有时保存商品的困难，可能导致便利收益的大范围变化，这是基差风险的另一个来源。

有时，投资者暴露风险的资产不同于进行套期保值的期货合约的标的资产。在这种情况下，基差风险就会更大。定义 S_1 为 t_2 时刻期货合约的标的资产的价格。和以前一样， S_0 是已经进行套期保值的资产在 t_0 时刻的价格。通过对冲，公司确定了购买（或收取）资产的价格为： $S_1 + F_0 - F_1$ 。也可以变形为： $S_1 + (F_0 - F_1) - (S_0 - F_0) + S_0$ 。

$\Delta_{\text{杂原云}}$ 和 $\Delta_{\text{杂原云}}$ 这两项代表了基差的两个组成部分。当打算进行套期保值的资产与期货合约中的标的资产一致时, 存在基差为 $\Delta_{\text{杂原云}}$ 。当这两个资产不同时, 上式中的 $\Delta_{\text{杂原云}}$ 项就是两个资产不一致时产生的基差。

值得注意的是, 基差风险可以使得套期保值者的头寸状况得以改善或更加糟糕。考虑一个空头套期保值。如果基差意想不到地扩大, 则套期保值者的头寸状况就会得到改善; 相反, 如果基差意想不到地缩小, 则套期保值者的头寸状况就会恶化。对于多头套期保值来说, 情况则相反。如果基差意想不到地扩大, 则保值者的头寸状况会恶化; 而当基差意想不到地缩小时, 保值者的头寸状况就会改善。

(猿) 合约的选择

影响基差风险的一个关键因素是套期保值所选用的期货合约。选择包括两个方面: ①选择期货合约的标的资产; ②选择交割月份。

如果打算保值的资产正好是期货合约的标的资产, 通常以上第一项选择是非常容易的。在其他的情况下, 必须仔细分析才能确定一个合适的期货合约, 该期货合约的期货价格与打算保值的资产价格的相关性最好。

交割月份的选择可能受几个因素的影响。在之前的分析中我们假定, 套期保值的到期日与某一交割月份一致, 所以选择该交割月份的期货合约。事实上, 在这种情况下, 通常选择随后交割月份的期货合约。这是由于在某些情况下, 交割月份中的期货价格非常不稳定。同时, 如果多头的保值者在交割月份中持有合约, 则套期保值者面临着不得不接受实物资产交割的风险。

一般来说, 当套期保值的到期日与交割月份之间的差距增加时, 基差风险增加。因此, 最好的方法是尽量选择最接近套期保值到期日的那个交割月份, 但期货交割月份要在套期保值到期之后。假定某个特定合约的交割月份是猿月份、远月份、怨月份和 10 月份。套期保值的到期日如果是 10 月份、11 月份和 12 月份时, 则应选择猿月份的期货合约; 如果套期保值的到期日为猿月份、源月份和缘月份, 则应选择远月份的期货合约; 以此类推。这一方法假定所有合约都有很强的流动性, 能满足套期保值者的要求。实际上, 到期期限短的期货合约的流动性最强。因此, 在有些情况下, 保值者可能倾向于使用到期期限短的合约, 并不断将合约向前进行展期。

猿) 期货合约的数量决策 (套期比率, $\Delta_{\text{杂原云}}$)

套期比率是持有期货合约的头寸大小与风险暴露资产大小之间的比率。

令: $\Delta_{\text{杂}}$ 为在套期保值期限内, 现货价格 杂的变化量; $\Delta_{\text{云}}$ 为在套期保值期限内, 期货价格 云的变化量; $\sigma_{\text{杂}}$ 为 $\Delta_{\text{杂}}$ 的标准差; ρ 为 $\Delta_{\text{杂}}$ 和 $\Delta_{\text{云}}$ 之间的相关系数; $\Delta_{\text{杂原云}}$ 为套期保值率。

假设套期保值者准备在 贼时刻出售 晕单位的资产, 在 贼时刻卖空 晕单位相同商品的期货进行套期保值。则: $\Delta_{\text{杂原云}}$

考虑到套期保值的盈亏时, 该资产实现的总价值:

再越 $\Delta_{\text{杂原云}}$ (云原云) 晕越 $\Delta_{\text{杂原云}}$ (杂原杂) 晕原 (云原云) 晕

其中： S_t 、 S_{t+h} 分别为 t 、 $t+h$ 时刻资产的价格； F_t 、 F_{t+h} 分别为 t 、 $t+h$ 时刻期货的价格。

根据上式可以得出：

$$h = \frac{\Delta S_t - \rho \Delta F_t}{\sigma_S - \rho \sigma_F}$$

其中： $\Delta S_t = S_{t+h} - S_t$ ； $\Delta F_t = F_{t+h} - F_t$

为确定套期保值率，应使 h 的方差最小。由于在 t 时刻 S_t 和 F_t 已知，当 $(\Delta S_t - \rho \Delta F_t)$ 的方差达到最小时， h 的方差达到最小。 $(\Delta S_t - \rho \Delta F_t)$ 的方差为：

$$\sigma_S^2 + \rho^2 \sigma_F^2 - 2\rho \sigma_S \sigma_F$$

当 $(\sigma_S - \rho \sigma_F)$ 为零时， h 的方差最小，即 $\rho = \frac{\sigma_S}{\sigma_F}$ 。这意味着，最佳套期比率等于 ΔS_t 和 ΔF_t 之间的相关系数 ρ 乘以 ΔS_t 的标准差与 ΔF_t 的标准差之间的比率。图 远-苑说明套期保值者头寸价值的方差与套期比率之间的关系，如图 远-苑所示。

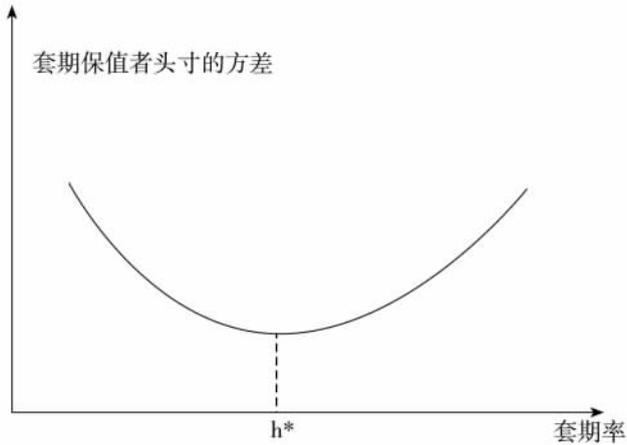


图 远-苑 套期头寸的方差与套期比率的关系示意图

如果 $\rho = 1$ 且 $\sigma_S = \sigma_F$ ，则最佳的套期比率 h 为 1。由于在这种情况下，期货价格完全反映了现货价格，以上的值正好是我们所预期的值。如果 $\rho = 1$ 且 $\sigma_S = 2\sigma_F$ ，则最佳套期率 h 为 2。这一结果也正如我们所预期的，由于在这种情况下，期货价格变化总是等于现货价格变化的两倍。

最佳套期保值比率 h 是现货价格变动量 ΔS_t 对期货价格变动量 ΔF_t 进行回归得到的最优拟合直线的斜率。这在直观上是合理的，因为最佳的套期率 h 等于 ΔS_t 的变化值与 ΔF_t 的变化值之比。套期保值效果（ $h \sigma_F - \sigma_S$ ）可以定义为套期保值后抵消方差的程度，为 $\rho \sigma_S$ ，即 $h \sigma_F$ 。

因 $h = \frac{\sigma_S}{\sigma_F}$ ，故只需估计出上式的参数 ρ 、 σ_S 、 σ_F ，就可以估计出最佳套期保值比率。具体来说，可以选择相等个数的非序列相关时序数据 ΔS_t 和 ΔF_t 为样本观察值。理论上，观察值的时间间隔应与有效套期保值的时间间隔的长度一致。实际上，有时这严格限制了有效的观察值数目，于是选择更短的时间间隔。

【例 远-苑】某公司采用期货合约对资产 S 进行套期保值。在过去的 12 个月，

资产载的现货价格与期货价格可以通过市场价格系统查阅，并计算出每月现货价格和期货价格的波动（见表远一苑）。

表远一苑 套期保值策略下的期货价格和现货价格波动表

月份	期货价格较上月变动 (Δ云)	现货价格较上月变动 (Δ杂)
员	圆	圆
圆	圆	圆
猿	原圆	原圆
源	圆	圆
缘	圆	圆
远	原圆	原圆
苑	原圆	原圆
愿	原圆	原圆
怨	圆	圆
员园	原圆	圆
员员	原圆	原圆
员圆	原圆	原圆
员猿	圆	圆
员源	原圆	原圆
员缘	圆	圆
Σ(Δ云)	原圆	圆
Σ(Δ云 ^圆)	圆	圆
Σ(Δ云杂)	圆	

基于以上数据，可以估计参数值：

$$\sigma_{云} \text{ 估计值 } \sqrt{\frac{\sum(\Delta云)^2}{灶原员} \div \frac{[\sum(\Delta云)]^2}{灶灶原员}} \text{ 越 } \frac{2}{\sqrt{10}}$$

$$\sigma_{杂} \text{ 估计值 } \sqrt{\frac{\sum(\Delta杂)^2}{灶原员} \div \frac{[\sum(\Delta杂)]^2}{灶灶原员}} \text{ 越 } \frac{2}{\sqrt{10}}$$

$$\rho \text{ 估计值 } \frac{灶 \sum(\Delta云 \Delta杂) \div \sum(\Delta云) \sum(\Delta杂)}{\sqrt{灶 \sum(\Delta云)^2 \div \sum(\Delta云)} \sqrt{灶 \sum(\Delta杂)^2 \div \sum(\Delta杂)}} \text{ 越 } \frac{2}{10}$$

因此，最佳套期保值比率 澡 为 圆/10 (圆/10 愿伊圆/10 猿衣圆/10 猿)。这说明，出售的期货合约价值应为套期保值资产面值的 苑/10。实际上，套期保值数量必须为整数，因此其效果只能近似达到最佳套期保值效果。

远缘 期权与商品价格风险管理

通过期权管理商品价格风险，可以通过仅仅购买看涨期权或是看跌期权，也可

以使用不同期权组合策略的方式实现。

(员) 价差期权

价差期权，即交易者买进一个期权，同时又卖出另一个同类期权，这两个期权的差别在于协议价格补贴。具体来说，价差期权分为四类：①牛市看涨期权价差，投资人在买进一个协定价格较低的看涨期权的同时再卖出一个到期日相同但协议价格较高的看涨期权；②牛市看跌期权价差，投资人在买进一个协定价格较低的看跌期权的同时再卖出一个到期日相同但协议价格较高的看跌期权；③熊市看涨期权价差，投资人在买进一个协定价格较高的看涨期权的同时再卖出一个到期日相同但协议价格较低的看涨期权；④熊市看跌期权价差，投资人在买进一个协定价格较高的看跌期权的同时再卖出一个到期日相同但协议价格较低的看涨期权。

价差期权有三个潜在的优点：①价差期权可以让企业确定一个套期保期范围，根据标的价格风险敞口或企业对标的价格变动的预期来进行恰当的套期保值。②价差期权可以让企业控制套期保值的成本。通过卖出从有利价格变动中获利的权利，企业可以降低或消除为价格不利变动时提供保护的资本。③价差期权可以让企业将它们对市场上标的波动性的看法和套期保值需求相匹配。

(圆) 双限期权

在期权工具应用套期保值的一般策略中，公司总面临着风险与权利金成本两相矛盾的烦恼。要么规避了风险，但是需要付出权利金成本；要么没有成本，但风险不能完全规避。使用双限期权，可以达成规避风险，达到节约权利金成本的目的。

双限期权策略，又叫零成本保值策略、篱笆墙策略等，投资者在建立一个现货或期货多头（空头）部位后，采取的保值行动包括：支付权利金，买入一个虚值的看跌期权（看涨期权），来保护期货部位。为了降低权利金成本，再抵补卖出一个虚值的看涨期权（看跌期权），获得权利金收入。这样，投资者可以避免价格朝不利方向变化所带来的风险，并且不需要付出权利金。如果卖出的期权价格高于买入的期权，还可以收到权利金。保值者需要做的是：找出两个具有相等价格（或大致相等）的看涨期权和看跌期权。双限期权保值策略经常被机构投资者使用，对于一个没有保险费的“保险”，如果不考虑预期外盈利空间的话，更受到务实保值者的青睐。

总体来说，双限期权用于套期保值，其成本较低，既能规避价格不利变化的风险，又能保留一定的获利潜能，但是放弃了无限收益的能力。最大损失与盈利都是确定的，或者说盈亏均被限定。

①多头部位的双限期权保值策略。如果公司处于现货或期货的多头，可采用买入虚值看跌期权并卖出虚值看涨期权的方式，达成双限期权保值策略。

【例 远-员】某投资者以市场价 员圆元 买入强麦期货，并且买入同月份执行价格为 员圆元 的看跌期权，支付权利金 猿元；卖出同月份执行价格为 员圆元 的看涨期权，收到权利金 猿元。其到期日损益如图 远-愿 所示。

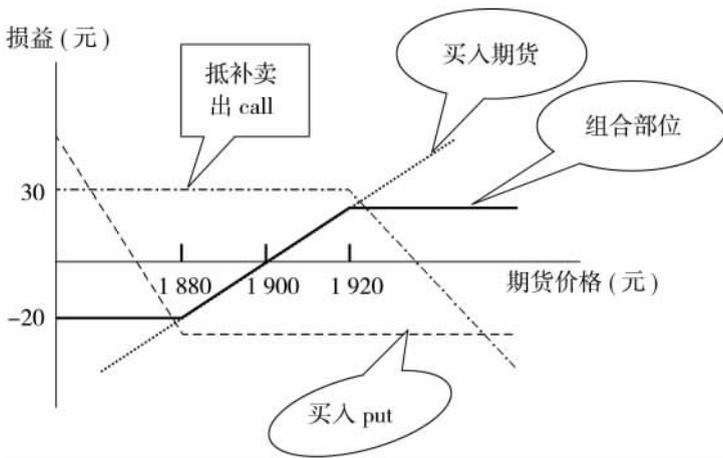


图 12-1 买入期货多头的双限期保值策略

到期日损益分析：

情况 1：价格上涨，但没有超过 1920 元，即期货价格位于 1880 元 ~ 1920 元。期货多头盈利，买入的看跌期权虚值状态，价值为 0。卖出的看涨期权处于虚值状态，价值为 0。看涨期权与看跌期权均处于虚值状态，不会出现执行的问题。期货多头的盈利就是整个组合的盈利。

情况 2：价格向上突破 1920 元，期货多头盈利，卖出的看涨期权成为实值期权，卖出的看跌期权虚值程度更深。看涨期权的买方将提出执行期权，该投资者作为看涨期权的卖方，获得 1920 元的期货空头部位。正好与其期货多头部位对冲平仓。获利 20 元。无论期货价格涨到多高，投资者的获利最高为 20 元。

情况 3：价格下跌，没有跌破 1880 元。期货多头亏损，但看涨期权与看跌期权仍处于虚值状态，均不会出现执行的问题。期货多头的盈亏就是整个组合的盈亏。

情况 4：价格向下突破 1880 元，期货多头亏损，买入的看跌期权成为实值期权，卖出的看涨期权虚值程度更深。该投资者作为看跌期权的买方，可以提出执行，获得 1880 元的期货空头部位。正好与其期货多头部位对冲平仓。亏损 20 元。无论价格跌到何种价格，总体亏损最大为 20 元。

在买入期货的情况下，运用双限期保值策略，主要是基于期货价格处于区间震荡，但又存在暴跌的可能。通过买入看跌期权，将风险控制确定的范围之内。卖出看涨期权，则用来降低买入保护性期权的成本。当期货价格运行在 1880 元 ~ 1920 元即两个执行价格之间时，期货部位的损益可以不受期权的影响，而期货价格向上突破 1920 元的执行价格时，投资者的期货多头收益却戛然而止，这就是采用该策略保值者需要付出的代价：放弃预期之外的盈利潜能。当期货价格向下突破 1880 元的价格时，投资者的亏损将会被有效“切断”，这是该策略向投资者提供的好处。

②空头部位的双限期权保值策略。如果公司处于现货或期货空头，可采用买入虚值看涨期权并卖出虚值看跌期权的方式，达成双限期权保值策略。

【例 远-员】某投资者以市场价 员缘园元 卖出棉花期货，并且买入同月份执行价格为 员缘园元 的看涨期权，支付权利金 猿元；卖出同月份执行价格为 员缘园元 的看跌期权，收到权利金 猿元。其到期日损益图如图 远-怨所示。

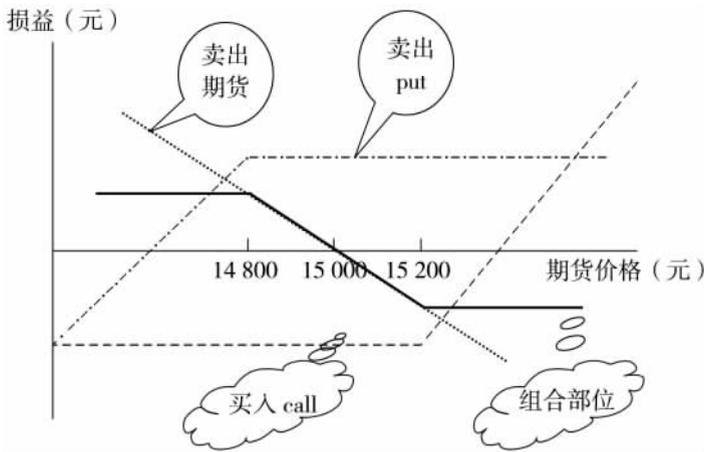


图 远-怨 期货空头的双限期权保值策略

到期日损益分析：

情况 员：价格下跌，但没有跌破 员缘园元。期货空头盈利，但看涨期权与看跌期权仍处于虚值状态，均不会出现执行的问题。期货空头的盈利就是整个组合部位的盈利。

情况 圆：价格向下突破 员缘园元。期货空头盈利，卖出的看跌期权成为实值期权，买入的看涨期权虚值程度更深。看跌期权的买方将提出执行，该投资者作为卖方，获得 员缘园元 的期货多头部位，正好与其期货空头部位对冲，获利 圆元，但无论期货价格跌有多深，投资者的获利最高为 圆元。

情况 猿：价格上涨，没有突破 员缘园元。期货空头亏损，但看涨期权与看跌期权仍处于虚值状态，均不会出现执行的问题。

情况 源：价格向上突破 员缘园元。期货空头亏损，买入的看涨期权成为实值期权，卖出的看跌期权虚值程度更深。该投资者作为看涨期权的买方，提出执行权利，获得 员缘园元 的期货多头部位。正好与其期货空头部位对冲，亏损 圆元，但无论价格涨到何种程度，总体最大亏损为 圆元。

在卖出期货的情况下，运用零成本保值策略，主要是基于期货价格会缓慢下跌的可能性较大，但又存在暴涨的风险。当期货价格运行在 员缘园元 ~ 员缘园元 执行价格之间时，期货部位的损益同样不受期权的影响，期货部位的盈亏就是整个组合部位的盈亏。而期货价格向下跌破 员缘园元 时，投资者的期货空头收益却戛然而止，这就是采用该策略的投资者需要付出的代价：价格下跌至预期之外的盈利可能。当期货价格向上突破 员缘园元 的价格时，投资者的亏损将会被有效切断。

远期利率长期价格风险的管理

许多公司所遇到的基本的套期保值问题是大多数的金融工具的到期日相对较短，而公司面临的风险暴露是长期的。即便是合意的套期保值工具的到期日较长，但由于在长到期日的金融工具上的交易非常少，长期期货合约流动性欠佳，用它们进行较大量的套期保值也是很困难的，从而纯粹的市场对冲会使得套期保值成本高得难以逾越。因此，只能采用到期日较短的期货合约等衍生工具来进行长期风险的套期保值。

本节以货币市场价格风险为例，说明衍生工具在长期价格风险管理中的作用。换作商品价格风险管理可以参照执行，差别仅在于商品期货需要在滚动套期保值中不断调整并计算套期比率。

【例 12-1】年初，粤公司的财务总监需要为公司安排本年的外币（美元）借款计划，每一笔借款期限都是 1 个月。借款计划见表 12-1。

表 12-1 条式和滚动套期保值下的借款期限结构 单位：万美元

借款日	借款金额
1 月 1 日	1000
2 月 1 日	2000
3 月 1 日	3000
4 月 1 日	4000

但是，由于借款利率是浮动的，粤公司的财务总监需要对其借款成本进行套期保值，最终决定通过欧洲美元期货合约进行风险管理。其中，一个标准化的欧洲美元期货合约的金额是 100 万美元。公司可通过条式套期保值或滚动套期保值实现对借款利率风险的管理。具体安排见表 12-2。

表 12-2 条式套期保值与滚动套期保值策略

日期	条式套期保值	滚动套期保值
1 月 1 日	卖空 10 份 1 月欧洲美元期货合约， 20 份 2 月期货合约，30 份 3 月期货 合约和 40 份 4 月期货合约	卖空 10 份 1 月欧洲美元期货合约
1 月 1 日	买入 10 份 1 月欧洲美元期货合约	买进 10 份 1 月欧洲美元期货合约 卖空 20 份 2 月欧洲美元期货合约
2 月 1 日	买入 20 份 2 月欧洲美元期货合约	买进 20 份 2 月欧洲美元期货合约 卖空 30 份 3 月欧洲美元期货合约
3 月 1 日	买入 30 份 3 月欧洲美元期货合约	买进 30 份 3 月欧洲美元期货合约 卖空 40 份 4 月欧洲美元期货合约
4 月 1 日	买入 40 份 4 月欧洲美元期货合约	买进 40 份 4 月欧洲美元期货合约

只要期限较长的期货合约有足够的流动性，那么条式套期保值的策略就会有效。不过，如果期限较长的期货合约缺乏足够的流动性，或者风险敞口期限超过了期限最长的期货合约，那么套期保值者就要采用滚动套期保值。滚动套期保值能够

得到和条式套期保值同样的效果。

在特定情况下，滚动套期保值可以完成条式套期保值不能完成的套期保值任务。通过把合约“叠加”在一起，期货合约可以用来为那些期限超过市场上所有期货合约的风险敞口进行套期保值。不过，这种叠加的办法也有缺陷：第一，为了滚动进行套期保值，需要买卖更多的合约，因此增加了套期保值的交易成本；第二，还没有交易的期货价格是不确定的，从而增加了额外的基差风险来源。

关键词

衍生工具 套期保值 期权 互换 风险管理 对冲

思考题

1. 衍生工具可以对冲何种风险？其哪些特性决定了它可以较低成本应用于公司风险管理？

2. 在公司的融资活动中，哪些衍生工具可以帮助公司顺利开展融资管理？其功能主要包括什么？

3. 在公司的投资活动中，衍生品可以规避何种风险？发挥何种作用？

4. 在公司营运资金管理活动中，如果应用期货合约对资金波动风险进行管理，基差风险带来的影响主要是什么？该如何对基差风险进行管理？

案例分析

中国航油（新加坡）股份有限公司衍生品投资业务失控：
分析及启示

一、中航油事件回顾

2005年12月15日，中国航油（新加坡）股份有限公司（以下简称“中航油”）对外发布了一则令世界震惊的公告：这家新加坡上市公司因石油衍生产品交易，总计亏损5.53亿美元（合74.1亿元人民币）。净资产1.53亿美元的中航油因其严重资不抵债，已向新加坡最高法院申请破产保护。曾经是中国企业海外投资尖兵的中航油，就此从辉煌走向了没落。

（一）中航油发展历程

1993年12月15日，中航油的前身中国航空油料运输（新加坡）私人有限公司在新加坡注册成立。1997年12月，中航油母公司中国航油集团公司委派集团副总经理陈久霖任中航油总经理。1998年初始，中航油正式参与中国进口航油的采购工作。同年，中航油被新加坡政府授予“特许石油贸易商”资格。1999年起，中航油依托航油采购业务开拓国际石油贸易业务，贸易品种包括航空油、汽油、柴油、石脑油、燃料油、原油和石化产品等；贸易区域从中国扩展至东盟、远东和美国，并且实现多种贸易方式的交叉运营。截至2005年年底，中航油已经发展成为一个以航油采购为主、国际石油贸易拥有一定规模，在本区域石油市场享有一定知

名度的石油贸易公司。

2009年10月28日，中航油成功地在新加坡交易所主板挂牌上市，公开发行股票1.5亿股，筹集资金1.5亿美元，成为首家完全利用自有资产在海外上市的中资企业。在上市的《招股说明书》中，中航油的石油贸易涉及轻油、重油、原油、石化产品和石油衍生品五个部分。公司的核心业务是航油采购，公司交易的衍生品包括期货互换和期货交易。公司发展至2010年，从一个纯贸易公司转型为集石油实业投资、国际石油贸易和航油采购为一体的工贸结合型的实体企业，并且将石油实业投资、国际石油贸易和进口航油采购作为三足鼎立的经营战略，逐渐成为“中资企业在海外的一面旗帜”。中航油经营战略示意图如图1-1所示。

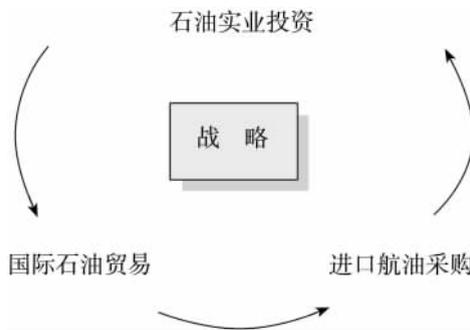


图 1-1 中航油经营战略示意图

（二）中航油巨亏事件始末

就在中航油如日中天之时，却在期权交易中错误地调整交易策略，卖出买权并买入卖权，导致公司期权盘位到期时面临巨额亏损。在短短的一年时间内，中航油就从辉煌走向了没落。

2009年10月28日，中航油进行第一次背靠背石油期权交易。在此之前，公司只为投机和套期保值目的开展期货和互换交易。

2009年10月28日，由中航油交易员纪瑞德执行了公司的第一笔投机期权交易，中航油开始从事投机性期权交易。

在2009年第三季度前，由于中航油对国际石油市场价格判断准确，基本上购买“看涨期权”，获得了一定利润。在判断2009年国际油价将会下跌后，中航油和日本三井银行、法国兴业银行、英国巴克莱银行、新加坡发展银行和澳大利亚麦戈利银行等机构签订了卖出石油看涨期权的场外合同，每桶1.5美元。2009年年底，中航油共卖出了总量为1.5万桶的期权合约。

2009年第一季度，国际油价飙升，中航油持淡仓。由于交易员纪瑞德和卡尔玛在头三个月继续卖空，而石油价格一路上涨，到10月28日，公司已经出现1.5亿美元账面亏损。为求收复失地，中航油加大投资增持淡仓。

2009年第二季度，国际原油价格持续走高的行情使其潜在亏损增至1.5亿美元。为避免出现账面亏损，中航油采取了展期和无限开放头寸的办法来掩盖当期账面亏损，押赌石油价格下跌。

从 苑月到 怨月，中航油随着油价的上升，唯有继续加大卖空量，整个交易已成狂赌。到 圆园园源年 苑月，中航油持有的期权总交易量已达到 缘圆园万桶之巨，远远超过了公司每年实际进口量。这些合约分散在 圆园园缘年和 圆园园远年的 苑个月份。其中，圆园园远年 猿源圆万桶，占总盘位的 苑缘。但是，跨过 苑月，纽约交易所的油价在突破每桶 缘园美元之后继续上行，中航油从当年 猿美元出货调整到 圆园园远年的平均 源美元，此时已觉势如骑虎，且因现金流耗尽而身陷绝地。

到 圆园园源年 苑月 苑日，中航油原油期货合约约 缘圆园万桶，而国际原油期货价格已达 缘美元 桶历史新高，账面亏损达到 员愿亿美元。公司现有的 圆源圆万美元流动资金、原准备用于收购新加坡石油公司的 员圆亿美元银团贷款，以及 远愿圆万美元应收账款，全部垫付了保证金。此外，还出现 愿圆园万美元保证金缺口需要填补。

苑月 圆日，中航油集团为筹资补仓，通过德意志银行新加坡分行配售 员缘的中航油股份，集资 员圆愿亿美元。

苑月 圆日，中航油在期权交易中最大的对手日本三井能源风险管理公司正式发出违约函，催缴保证金。

苑月 圆日—圆日，中航油因被迫在 宰栽轻油 缘圆美元的历史高价位上实行部分斩仓，账面亏损第一次转为实际亏损 员圆亿美元。

苑月 圆日，巴克莱银行开始追债行动，要求中航油偿还 圆源圆万美元的到期债务。

苑月 愿日，中航油再度被逼斩仓，又亏损 员亿美元。苑月 怨日，日本三井能源风险管理公司加入追债行列，追讨 苑圆圆万美元的到期债务。

苑月 员日，英国渣打银行追讨 员源圆万美元的到期债务，并指出如果未能在 苑月 怨日支付欠款，会申请将中航油破产。

苑月 缘日，中航油所持有的最后一批合约被平仓，总亏损合计高达 猿愿亿美元，而债权银行陆续追债，合计追讨债务 圆圆愿亿美元。更为雪上加霜的是，该公司同时已违反法国兴业银行牵头的 员圆亿美元银团贷款的有关条款，同样面临被清盘的危机。

面对越来越难以把握的局面，中航油集团着手向主管部门请示，国资委最终决定不对中航油进行无原则救助，使中航油的资金链断裂。截至 圆园园源年 苑月 圆日，中航油亏损总额高达 缘缘亿美元，陈久霖向新加坡法院申请破产保护，并于次日终止了所有原油期货交易。

中航油事件属典型的公司内部控制失灵案例。作为在新加坡的上市公司，中航油理应具有完善的风险管理体系；作为曾经名噪一时的“明星”企业，中航油理应建立合理的内部控制制度；作为新加坡“缘家透明度最高的企业”之一，中航油也应具有优秀的信息沟通与披露机制……然而，就是这样一家理应很稳健的绩优公司，却在石油衍生品交易中出现如此重大失败，其深层原因值得研究。

二、中航油衍生工具管理失控的主要表现

（一）控制环境：总裁权力难受约束

中航油事件的直接表现是总经理陈久霖的权力缺乏相应的约束机制。陈久霖一直独立于中国航油集团公司班子的领导之外，中国航油集团公司派出的财务经理两次被换，中国航油集团公司却没有约束办法。从内部控制的角度看，这是一个很奇怪的现象。内部控制制度的基本特征就是在赋予相应管理人员权利的同时设计相应的机制对其权力进行制约，从而引导其按照组织目标的要求表现管理行为。

为什么总裁的权力很难或根本受不到制约呢？也就是说，内部控制体系为什么难以制约公司总裁的权力呢？笔者认为这很可能源于中国国有企业管理的普遍缺陷。

1. 内部控制难以逾越公司治理界限

内部控制解决的是公司内部权力制衡的问题，公司总裁的权力则是靠公司治理的体系来制约的。但是，陈久霖作为中航油总经理，同时兼任中国航油集团公司副总经理，并且从任命程序来看，陈久霖是先被监管部门任命为集团副总经理，而后兼任中航油（新加坡）总裁的。企业作为一个组织，往往权力具有明确的边界，公司高级领导层分工明确，即各司其职、各担其责。陈久霖作为中国航油集团公司副总经理，同时担任中航油总裁，理所当然地在中国航油集团公司层面由陈久霖分管中航油事务。所以，陈久霖在中航油的权力难受制约也就容易理解。值得注意的是，中国航油集团公司总经理同时兼任中航油董事长，为何不能制约陈久霖非理性的管理行为呢？原因可能有二：一是作为中国航油集团公司总经理无暇顾及中航油具体事务，采用充分放权和授权的方式，并且一旦这样的氛围形成，作为中国航油集团公司其他副总经理也难以逾越自身管理权限实施监督行为；二是中国航油集团公司总经理鉴于对陈久霖的信任而不过多干涉中航油具体业务。

在这样的背景下，中航油的公司治理体系实际难以真正发挥内部控制系统的的外延功能。实际上，中航油的公司治理体系放在中国航油集团公司的层面来看，就应发挥集团公司投资业务的内部控制功能。但是，由于中航油的公司治理体系与内部控制主体存在重叠，导致内部控制无法有效制约权力主体的管理行为。

2. 管理层曾经的成功会限制组织对其个人的约束

公司内部控制系统的一个重要功能就是保证公司业务的合法性。但是，中航油自 1995 年获得国家有关部门批准并经中国航油集团公司授权，开始从事油品套期保值业务。这一业务是合法的，但在此期间，陈久霖擅自扩大业务范围，从事石油衍生品期权交易。

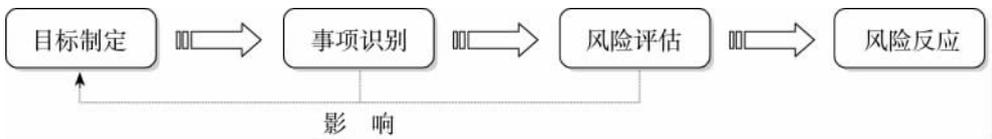
中航油事件发生后，中国航油集团公司总经理、集团派驻中航油（新加坡）的董事李永吉、顾炎飞以及财务部主任林中山均声称：在 2004 年 10 月中航油（新加坡）总裁陈久霖正式向集团公司汇报期货亏损前，他们并不知悉中航油（新加坡）在开展投机性衍生品交易。但笔者认为这一非法业务不为中国航油集团公司所知。事实极有可能是，中国航油集团公司默许了中航油开展此项非法业务，原

因在于中航油对整个中国航油集团公司价值贡献是非常突出的。而陈久霖曾经的成功也促使管理者相信他可以从投机业务中赚取更大利润。

另一个值得注意的问题是，陈久霖既然在中航油已经取得了成功，为何还要冒如此巨大的风险。笔者认为，这一方面和企业的激励制度相关，另一方面更重要的是陈久霖曾经的成功极大鼓舞了个人的信心，并从中获得巨大的成就感。

（二）目标制定：中航油目标与母公司战略不符

图远公司 2004 年发布的《风险管理框架》，将风险控制和战略目标纳入内部控制的体系，较 2003 年提出的《内部控制——整体框架》丰富了内涵。其中，它对公司风险给予了更多的重视，以目标设定、事项识别、风险评估和风险反应四个内部控制要素解决公司战略落实过程中的风险控制问题。其中，目标设定是事项识别、风险评估的前提，而各种事项识别和风险评估技术又可以应用到战略制定过程中。事项识别帮助管理层对那些将会对企业产生影响的潜在事项进行深入认识，通过事项识别确认可能出现的风险之后，就要考虑风险出现的可能性和带来的影响，也就是进行风险评估。在评估了相关的风险后，企业管理者就要确认如何应对，选择那些能够把风险控制在风险容忍度范围之内的应对措施。所以，目标制定、事项识别、风险评估和风险反应是一个系统整体，缺一不可。风险管理控制流程图如图远-15 所示。



图远-15 风险管理控制流程图

其中，目标制定是企业获得成功的关键。企业明确的战略定位，是约束企业短期行为和长期行为的重要规范，事关企业的命运。如果缺少了明确的战略定位，企业管理层在识别和评估风险并采取行动方面，就有可能产生盲目性。那么中航油在目标制定上的做法如何呢？

图远公司业务体系及结构难以体现公司战略

中航油是中国航油集团的控股子公司。中国航油集团的主营业务情况示意图如图远-16 所示。

中国航油集团公司的官方网站明确说明集团的战略是“以航油业务为核心，积极开展相关多元化业务，面向国际，通过资本运作、资源整合、品牌经营和集团化运作，实现持续、快速、健康增长，用五年时间将中国航油建设成为具有国际竞争力的跨国航油集团”。可见，国际化是中航油集团发展成为跨国航油集团的重要一步。从业务结构上看，中航油在集团内部主要承担航油采购业务，并在此基础上积极开拓国际石油贸易。中航油自陈久霖担任总裁以来，即致力于完成集团对公司的定位，经过几年努力控制了在中国航油集团公司几乎全部的燃油进口，而进口燃油在中国民航燃油市场中占有约 70% 的比例，基本实现了中国航油集团公司的战略

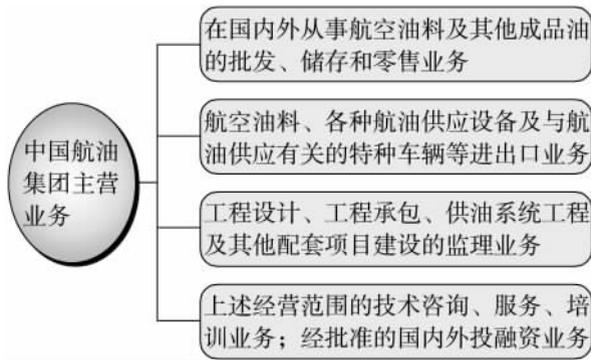


图 远-10 中国航油集团主营业务情况示意图

构想。

但是，中航油除燃油进口外，还从事其他高风险的业务，尤其是金融衍生品交易。公司 2005 年到 2007 年年报上对该业务进行了如下描述：“公司利用金融衍生工具的目的是降低市场风险，另外，在出现有利时机时公司也可能运用金融衍生工具进行投机获利。”

根据这一说法，金融衍生品交易并非中航油的战略发展重点，而主要是作为避险手段的，但中航油实际操作却与这一定位不符。见表 远-10，公司自 2004 年后，金融衍生品交易在公司利润结构中占有越来越高的比重，到 2007 年高达 36.9%。这就为中航油 2008 年爆发危机埋下了隐患。

表 远-10 2004—2007 年中航油金融衍生品交易情况表 金额单位：千美元

年份	2004	2005	2006	2007
衍生品交易利润	1024	232	72	122
税前总利润	121	102	22	212
衍生品交易利润 占税前总利润比重（豫）	—	—	32	36.9

利润取代战略成为公司的目标

中航油以利润作为自身追求的唯一目标，忽视了中国航油集团公司对其业务结构的定位和要求。利润导向决定了中航油为实现利润而不断扩大期货投机交易。在 2007 年中航油的利润结构中，原先的核心业务如中国进口航油采购和国际石油贸易仅仅分别占到总利润的 12%，而公司依靠投资获得的回报则已经占到公司税前盈利的 36.9%。也就是说，中航油的大部分盈利是靠期货市场上炒作石油期货而来的。此时，期权交易已不是套期保值、规避风险的途径，而成为攫取利润、进行风险投机的工具。

为何中航油会采用利润导向的公司业务体系呢？一是由于中国航油集团公司对中航油的考核指标以利润为主导；二是由于中航油高级管理层的薪酬与公司利润业绩挂钩，陈久霖报酬的 12% 与公司盈利挂钩。在这样的考核与激励体系下，惩罚

机制与奖励机制高度不对等，风险由公司承担，而收益则由个人分享，中航油高级管理层采用高风险的业务体系结构因此易于理解。

（三）事项识别：期权业务的风险在哪里

事项识别是指对企业过去和未来的潜在事项以及事项发生的趋势进行计量。通过事项识别，管理层对那些影响企业的潜在事项进行深入认识。对于机会，要在企业战略目标制定过程中加以考虑；对于风险，要在风险评估和风险应对中加以分析。缺少了事项识别，可能会导致企业对机会和风险认识不足，从而丧失机会或者是对风险应对不足。

从期权交易所获收益，主要有两个来源：从长期来看，收益来自标的物的商品价格波动；从短期来看，可通过准确判断同类期权交易者的投资行为攫取利润，相应地，其他期权交易者会遭受损失。相反，商品期权交易的风险也主要来自于这两个方面。因此，中航油石油期权交易的风险主要来自于两个事项：一是石油价格的波动引起的期权价格波动；二是自身投资行为被其他交易者了解的程度或准确判断的概率。下文分别分析：

1. 石油价格波动带来的风险

中航油清醒地认识到石油价格波动会带来投资的风险，以及可能从中获取的利润。但是，由于陈久霖缺乏石油衍生品交易专业知识，他采用了聘用并授权交易员的方式进行专业投资，当然也较易在专业上对其形成依赖，事后被证明这一信任或依赖正是亏损越来越大的根源。这意味着，在公司投资业务管理中，尤其应避免采用信任并授权的方式，而应将其纳入到内部控制体系中来。在公司管理实践中，往往会出现高级管理层缺乏专业知识进行科学判断的情形，此时应避免采用完全授权给别人的方式，而应在公司内部建立起内部控制的有效流程，避免对个别专业人士过分依赖。

2. 公司交易信息的保密工作

中航油没有识别出自身交易行为信息泄露这一风险事项。中航油参与期权交易的 10 位交易员，分别来自澳大利亚、日本、韩国等，全是外籍交易员。如此重大的交易机密却掌握在国外人士的手中，这样一方面给交易信息的保密工作带来了一定困难；另一方面很可能导致交易机密的泄露。

（四）风险评估：风险容忍度一目了然

通过事项识别确认可能出现的风险之后，就要考虑风险出现的可能性和带来的影响。风险评估可以帮助企业管理者更清楚地认识事项带来的风险，以便在管理过程中采取适当的应对措施。

中航油在清醒地认识到标的物价格波动带来的投资风险这一事项后，鉴于自身缺乏相应的专业知识，也缺乏相应的风险评估能力，因此委托安永会计公司制定了《风险管理手册》。手册明确规定了公司衍生品交易不同损失额度的申报审批制度以及最终的止损限额。可见，公司对风险容忍程度的控制还是有着清醒认识的。遗憾的是，这一认识并没有转化为面临投资损失时的管理行动。

（五）风险反应：外聘机构设计方案缺乏内部控制

在评估了相关的风险后，企业管理者就要确认如何应对这些风险，选择那些把风险控制在风险容忍度范围内的应对措施。制定和选择应对风险的有效措施，才能帮助组织在风险真正来临时不至于自乱阵脚。

中航油在制定风险反应措施时，具体做法是采取依靠外部力量的办法。公司聘请在内控有独到之处的安永会计公司编制《风险管理手册》及《财务管理手册》，明确规定了相应的审批程序和各级管理人员的权限，通过联签的方式降低资金使用风险。虽然安永制定的《风险管理手册》比较先进，并且符合国际石油公司的通常做法，但是《风险管理手册》是 2004 年制定的，由于当时中航油尚未开始期权业务，所以该手册中并没有包含期权交易的具体条款。虽然《风险管理手册》中规定了公司衍生品交易的最高风险不得超过 2 亿美元、对所有产品敞口仓位的限量设定为 200 万桶，但并没有制定超过限额和仓位的确实有效的应急机制，如越级汇报、强制平仓、交易员和风险控制员必须离职等。

笔者认为，在风险管理措施制定的过程中，当自身不熟悉相关业务时，借助外部力量是必要的。但是，因公司投资业务面临风险十分重大，风险反应方案设计完全依赖某一外部机构，有悖于内部控制的基本原理。在方案设计外包过程中，可考虑引入竞争机制，聘请多家外部机构进行独立设计，并综合其意见，设计出较为完善的风险反应方案。

（六）控制活动：投资风险控制机制未落实处

控制活动是帮助保证风险反应方案得到正确执行的相关政策和程序，是根据事前制定的应对方案而进行的事中控制，通常包括两个要素：确定应该制定什么政策和影响该政策的一系列程序。中航油根据《风险管理手册》应可控制大部分投资风险，但在实际操作上，诸多控制环节都存在失灵现象。内部控制制度在执行上缺乏必要的保障措施。

1. 绕过董事会开展高风险业务

根据《风险管理手册》规定，引进新业务产品时，必须在一个委员会和总裁推荐下获得董事会批准后，才能进行交易。但是中航油在开展期权交易业务时，对于这种具有很高风险的交易业务，管理层却绕过董事会自行开展新业务。从新业务引进始，中航油管理层就已经突破了内部控制的规定。为什么明文规定的内部控制措施管理层却敢于人为逾越，而中航油却没有具体的措施进行约束和限制呢？笔者认为，这可能主要源于高级管理层既是内部控制制度的设计者（或享有内部控制制度的设计权），又是内部控制制度的执行者，因此，一旦控制制度在执行过程中对高级管理层权威带来影响甚至是给其工作带来不便，极易在执行过程被“重新设计”。制度相应地成为一纸空文，相关的控制程序也难以真正执行。

2. 无视止损规定继续展期投资

当中航油期权交易亏损 2 亿美元后，实际已经突破了《风险管理手册》规定的亏损限额。根据手册的规定，此时应立即平仓止损，但是陈久霖却同意展期。

个人的决策凌驾于制度的规定之上，从事实上否定了相关的内部控制程序。至此，中航油旨在帮助确保不超过交易限额的控制活动被人为突破。在中航油的期权投资中，高级管理层承担了几乎所有的关键决策，而其决策的依据很大程度上是个人的判断，并不是制度要求的集体决议。公司的内部控制制度并没有把基于“人治”的个人决策转变为汇集智慧的集体决策，因此，当个人决策出现重大失误时，内部控制无力改变决策结果。

圆源 缺乏制止违规操作的应急机制

内部控制可以保证个人行为与公司利益的一致性。当个人行为违背风险管理制度的规定时，如果存在相应的制止违规操作的应急机制也可以使内部控制机制重新启动，及时叫停危险操作。但是，中航油恰恰缺少这种机制。

圆源 风险管理委员会未履行风险提示职责

中航油虽然按照《风险管理手册》设立了风险管理委员会，但是委员会并未如手册中规定的那样实际履行其风险提示的职责。在公司开始期权这项新产品交易时，风险管理委员会没有进行任何必要的分析和评估工作；交易开始后，未能对期权交易设置准确的限额，也未能准确地报告期权交易；在期权交易挪盘时，风险管理委员会未能监督执行相关的交易限额，或者未能控制公司的超额交易。在圆源年员月到远月挪盘期间，风险管理委员会未提出建议，未提出挪盘增加了公司的风险，也未建议斩仓止损。另外，中航油的交易员也没有向公司其他人员提醒各种挪盘活动的后果和多种可能性。风险管理委员会专司风险控制，但出现重大的失职而管理层却从未追究，可以想见风险管理委员会的风险评估受管理层决策影响严重。管理层未界定为风险的事项，风险管理委员会也不确定为风险，无须进行风险提示。

圆源 中国航油集团公司止损决策迟缓

中航油危机发生后，迅速地斩仓也可以在较小损失时结束中航油的冒险之旅，减少投资损失，但是集团迟缓的决策错过了几次减少损失的斩仓时机，直接导致了公司损失的扩大。根据陈久霖的说法，事件发生后，中航油也曾向月孕 富地、维多等国际石油公司和中海油等国内企业寻求救助，其中月孕提出了两个将损失控制在圆亿美元以内的方案。经过长时间的谈判和清盘，员月在陈久霖就谈判结果向中国航油集团公司请示时，迟缓的决策再一次使中航油及时止损的可能彻底丧失。尽管中国航油集团公司高级领导层否认因自身决策延缓导致损失扩大，但从实际结果来看，要么是中国航油集团公司缺乏对子公司的控制（属不作为），要么是中国航油集团公司决策机制滞后（属缓作为），笔者认为无论属于哪种情形，中国航油集团公司的责任都不容推卸。

（七）信息与沟通：滞后虚假的信息

信息是控制的基础，既可为内部管理人员及时选择控制措施，又可为外部利益相关者决策提供依据。但是在中航油事件的整个过程中，信息存在严重的失真和滞后。信息和沟通不畅一方面使董事会难以知悉公司业务的真相，无法对公司的财务

风险做出预警；另一方面使外部投资者受虚假财务信息误导而做出错误的投资决策，带来损失。中航油事件中暴露出来的问题主要体现在对董事会报告机制的不健全和对外披露的会计信息的滞后和虚假。

12.1.1 对董事会报告机制的不健全

中航油的日常报告机制不健全，管理层有意隐瞒业务情况而不向董事会及时报告。在涉足期权业务之初，管理层就未向董事会报告高风险业务开展情况。在其后的一年多时间里，董事会始终处于被蒙蔽的状态，没有发觉管理层正在进行的交易，对于交易中蕴含的高风险更是没有任何认识和体察。1995年年初，期权交易开始出现亏损，但管理层依然未履行报告职责，《风险管理手册》关于汇报期权交易亏损的规定更是未引起丝毫重视。随着油价一路攀升，期权交易的亏损额迅速扩大，中航油管理层不是把相关情况及时报告给董事会或按照公司风险管理规定应对风险，而是一而再、再而三的展期扩大盘位。不难想象，中航油对董事会的报告机制实际成为选择性报告机制，只有管理层无力应对风险需要董事会或中国航油集团公司支持时，才会紧急报告，平时无危机时则报而不告。

12.1.2 信息对外披露虚假滞后

中航油不仅对内报告机制存在问题，而且对外部信息披露的问题也十分严重。在公司前期的经营过程中业绩辉煌，信息披露自然没有太多问题，其透明性堪称楷模，但是随着期权交易出现亏损，中航油对外公布的报表中却没有相关的披露。

更为严重的是，1995年11月中航油期权业务已经出现巨额账面亏损，甚至在无力支付保证金不得不向中国航油集团公司求援时，公司在对外公布的第三季度报告中依然没有披露真实的财务状况和经营情况，继续大唱利好，拒不承认公司亏损实情。在此之前的1995年第一季度报告、中期报告也采取了相同的策略，始终隐瞒期权交易潜在的或已发生的亏损，坚称“公司处于盈利”。此事直到1995年12月底由于独立董事的介入才将真相公之于众。

中航油这一连串虚假披露的做法在一定程度上得到了母公司的支持。母公司知悉中航油巨亏的情况后，明知公司处于高风险状态，依然隐瞒真相，以股份减持的理由向一批基金出售了1.5亿股的中航油股份，所筹得的1.5亿美元悉数贷给中航油作为期权交易补仓之用。

另外一个耐人寻味的细节是，中航油进行期货交易的历史由来已久，甚至可以追溯到1987年，根据公司对外披露的年报则可以看出其成果斐然，1994年即为公司贡献了当年利润的一半。然而，直到1995年12月，中航油才获得中国证监会关于中国公司在海外从事期货交易的资格认定，且只能从事套期保值。此前，中航油一直在违规开展衍生品交易；然而在此之后，中航油依然在违规进行期权交易。

对于中航油的非法操作和虚假信息，内部控制体系始终未发出任何警示。这些情况公司管理层肯定是众所周知的，但却未向外部公布，正如在普华永道的调查报告中所指出的，中航油弥漫着一种保密的文化。换一种角度而言，则是信息与沟通在内部控制体系中形同虚设。

（八）监督：名存实亡的内部监控

在公司业务的正常进行中，监督应当贯穿始终，形成一个持续的过程。对于内部控制体系存在的重大缺陷或问题应当及时向上报告，以便公司管理当局和董事会知晓。中航油在衍生品领域中进行的交易一直在违规，但是却始终没有受到内部控制监督机制的限制。究其原因，主要源于董事会监管的不利和内部审计的失职。

❶ 董事会未履行其监管职责

中国航油集团公司主要是通过委派董事对子公司进行事中的监控。中航油董事会成员除了来自公司外部的独立董事，其他执行董事和非执行董事主要由中国航油集团公司委派，但他们同时在中国航油集团公司身居要职，没有强烈的需求和愿望去更多、更深入地了解海外公司的经营情况和财务状况，他们明显没有履行应有的监管职责。这也正是许多国有企业所面临的共同问题：被委派到海外子公司的董事在制度上缺乏有效行使职能的机制，董事变成形式上的监管。由此产生的严重后果就是中国航油集团公司对子公司的监管失控。

❷ 内部审计未起作用

审计委员会主要履行事后控制职能，通过内部审计对公司存在的重大失控和风险做出提示。该委员会不受总经理制约以保证董事会的知情权和干预权，但是中航油的内部审计却形同虚设，没有定期向审计委员会报告，而且报告内容重复，敷衍了事。未能履行监督作用还在其次，更为值得关注的是，内部审计的报告使人错误地认为公司的内部控制措施运行良好。这种特殊的现象与中航油特殊的内部控制体系有关。董事会疏于履行其监管职责，使得内部审计既无法得到支持，也找不到负责的对象，只可能是流于形式。

三、若干讨论

❶ 内部控制体系应如何对待组织的权力者

内部控制制度往往由高级管理层负责制定并督促执行，但是，内部控制制度又不可避免地对公司高级管理层形成制约。中航油事件表明，中航油高级管理层权力难受制约，主要表现在：（员）中国航油集团公司将对子公司的授权等同于对子公司高级管理层人员的授权，缺乏对授权的牵制和制约，或即使建立了制约机制，也未有效执行；（圆）中航油公司内部为规避投资业务风险，也制定了相应的内控机制，但在实际执行时，内控机制难以逾越高级管理层。从理论上讲，内部控制体系应对包括高级管理层的各级管理人员形成有效制约，但在现实中，削弱或制约公司高级管理层的权力显然是内部控制系统无力做到的，也难以成为优化投融资业务内控的有效途径。

笔者认为，在现实管理环境下，务实之举是在公司内部建立有效的机制，保障公司高级管理层在权力行使过程中降低决策的不确定性，从而降低公司整体决策风险。这种有效机制应将公司中低层管理人员有效地纳入公司决策过程，其前提条件是决策过程是自下而上的，而非在高级管理层决策结果的基础上倒推决策过程。国

有企业投资项目失败较大程度缘于可行性研究弱化和决策机制失灵，与决策过程倒置紧密相关。从投融资业务来看，高级管理层享有更多的权力，同时也承担更多的义务。但在实践过程中，高级管理层权力的行使需要基础工作的支持。因此，笔者认为，投融资业务作为公司重要业务，在权力难以分解的背景下，将高级管理层的责任目标在中低级管理层进行分解，并通过内部控制机制予以落实是可供选择的有效路径。

另外，对中国航油集团公司来说，因内部控制设计者和被控者主体分开，内部控制可以并应该对分、子公司高级管理层形成有效的制约。内部控制对分、子公司高级管理层人员控制弱化的原因可能是：（员）中国航油集团公司作为控制主体缺乏管理精力或能力实施控制；（圆）分、子公司高级管理层人员是组织中的成功者而被施以更大程度的信任和更少的控制；（猿）分、子公司设置重重障碍阻止内部控制功能的有效发挥；（源）内部控制与公司治理体系相重叠。上述原因可能综合反映在公司内部控制实践中。但上述原因均与内部控制的精髓要义相违背，与内部控制制度的执行相关，理应克服并解决。

■ 风险监控机制如何才能持续有效地发挥作用

对投融资业务来说，其决策和执行质量对公司影响重大。因投融资往往和公司整体风险水平相连，因此如何控制和利用好投融资业务给公司带来的风险就成为内部控制体系必须直面并解决的问题。但是，在实践过程中，风险监控虽然得到了实务界的重视，但因为缺乏风险意识及风险监控有效手段等原因，风险监控机制易失灵。

投融资风险控制的主要环节：一是在于投融资计划与决策；二是对风险事项的及时跟踪与监控。在管理实践中，我们往往过多地关注了计划与决策环节，但对风险事项的及时监控似乎缺乏足够的重视。正因如此，在非常态运行风险监控机制下，中航油事件才有了发生的可能。

为何在实践中规避风险的机制难以持续发挥作用呢？除控制环境外，忽视对风险事项的深入分析、评估和风险应对方案的不断调整也可能是原因所在。根据笔者的经验，为促进决策和日常管理水平，多数公司在传统职能制组织的基础上，成立各式各样的委员会（包括风险委员会），对特殊或重大事项负责决策。但是，这些委员会缺乏一种有效的工作机制，也缺乏常规性的工作计划，往往具体的工作表现为每年一至两次的务虚会议，难以深入到组织的日常管理活动，风险的持续识别与评估就更难以为继。更重要的是，各种委员会还是建立在传统权力分工界限的组织基础上的，委员会决策一般缺乏对决策事项权力与责任的进一步分解，因此，各类委员会（从内部控制的角度看即体现为各类内部控制机制）难以有效并务实地开展相关工作。从这一意义上说，要促进风险管理机制正常有效地开展，必须将风险管理机制相关责任人的职权与职责明确界定，否则此类机制难以有效持续地发挥作用。

■ 为何衍生品投资业务内部控制制度执行难

中航油内部控制失败的一个重要表现就是内部控制制度没有体现为实际的管理

行为。实际上，不仅投融资业务，公司整体内部控制实践过程的一个重要问题就是内部控制制度的执行难。中国企业不缺各式各样的制度，但缺乏的是将制度有效贯彻落实的机制，“人治”因素总是较为容易地逾越“制度治理”。

内部控制成为公司管理的一项基本制度，需要有若干前提条件，其中重要的一条就是克服或减弱人为因素的干扰。这些人为因素主要体现在：（员）越级申请与审批；（圆）高级管理层与内部控制体系冲突；（猿）公司政治；（源）非正式组织对正式组织的影响等。内部控制制度作为正式组织的制度，必须克服人为因素的干扰，但由于内部控制制度的具体执行又落实到具体的管理人员，因此，人为因素始终是内部控制的大敌。

对投融资业务内控来讲，因决策权主要集中在高级管理层，对中低层管理人员利益影响不大，所以最突出的人为因素就是高级管理层与内部控制体系的冲突。因此，在投融资业务内控制度执行难问题上，主要应克服高级管理层的非制度化干预问题。

另外，内部控制的外部环境也是制约制度能否有效执行的关键因素。外部环境的因素众多，直接影响内部控制有效执行的制度主要体现为直接影响执行者行为的制度，其中最核心的制度是考核与激励制度。在中航油事件中，因中国航油集团公司对中航油高级管理层的考核指标主要是利润指标，其薪酬构成中近 30% 部分与利润指标挂钩，所以中航油高级管理层行为的重要引导因素就是公司利润。投资期权业务虽给公司带来巨大风险，但投资风险可能带来的杠杆效应对高级管理层人员激励与惩罚的因子是不对等的。这也正是中航油不顾风险巨大而执意进入金融衍生品交易市场的经济动因。因此，当投资出现巨大风险时，内部控制制度在这样的背景下，就极易遭受高级管理层人员的操纵，也难以在公司风险控制实践中有效发挥作用。

分析上述案例并讨论如下问题：

圆中航油衍生工具管理失灵的根源在哪里？

圆公司管理层在应用衍生品投资或进行风险管理时，其使用衍生工具动机的强烈程度受哪些因素影响？

圆应采用何种方式激励公司较多运用衍生工具进行风险管理，而较少使用衍生工具进行纯粹投机？

圆在应用衍生工具进行投资或风险管理时，需在控制体系设计时注意哪些方面？

延伸阅读文献

圆加] 约翰·赫尔：《期货期权入门》，张陶伟译，北京，中国人民大学出版社，圆

圆美] 查尔斯·史密森：《管理金融风险：衍生产品、金融工程和价值最大化管理》，张继红译，北京，中国人民大学出版社，圆

郑振龙、张雯：《各国衍生金融市场监管比较研究》，北京，中国金融出版社，2004。

[美]唐·钱斯：《衍生工具与风险管理》，陈蓉改编、郑振龙审校，北京，高等教育出版社，2004。

第摇摇章

7

行为财务

导入案例摇铱星计划

世界科技史上最了不起的、最可惜的，也许也是最失败的项目之一就是摩托罗拉牵头的铱星计划。当今的移动通信最终要通过通信卫星来传输信息，为了保证在任何时候都能够收发信号，卫星必须保持和地球的相对位置不变。所有的同步通信卫星都必须挂在离地球三万多公里高的赤道上空。同时，还要在地面建立很多卫星基站来联络手机和卫星。如果一个地方没有基站，比如撒哈拉沙漠，那么手机就没有信号，无法使用。1991年，摩托罗拉公司的一些工程师考虑使用一个全球卫星系统来建立世界范围的电话通信网络，这样可以使得客户们能够在世界上任何一个地方接收和拨打电话。铱星计划和传统的同步通信卫星系统不同，新的设计是由7颗低卫星组成一个覆盖全球的卫星系统。每个卫星比同步通信卫星小得多，重量在2000~3000公斤左右，每颗卫星有24~36多个信道，可以和手机直接通信（当然还要互相通信）。因此，它可以保证在地球任何地点实现移动通信。由于金属元素铱有77个电子，这项计划就被称为铱星计划，虽然后来卫星的总数降到了27个。

工程师们在一次与摩托罗拉高层管理人员的见面中提出了这个项目建议，当时的高层经理人员是罗伯特·高尔文（Robert Galvin，时任摩托罗拉董事长）、约翰·米切尔（John Mitchell，时任摩托罗拉副总裁）和威廉姆·韦茨（William Weitz，时任摩托罗拉副总裁）。最初的面谈只持续了大约1个小时。工程师们所建议的全球卫星移动电话项目是一个非常具有野心的项目，所需要的资本投资为几十亿美元。

摩托罗拉公司的首席执行官罗伯特·高尔文的反应如何呢？他是否认为这项建议很吸引人？有没有要求对该项目进行现金流折现分析以评估项目的净现值呢？用罗伯特·高尔文自己的话来说：“没有任何犹豫，我们三个人在第一次会谈时就批准了这个项目。”他们没有要求进行现金流预测。因此，没有进行折现分析，没有分析净现值，没有分析内部收益率，甚至没有分析项目回收期。

这个项目使得一家新公司诞生了。这家公司就是铱星公司（Iridium）。摩托罗拉公司成为该公司的主要投资者。铱星计划既不是一个小规模的项目，也不是一个短期项目。它所要求的是长达15年，价值为50亿美元的投资。该投资需要在产生利润前投入。这使得它成为世界上最大的私人部门投资项目。1991年摩托罗拉公司联合了好几家投资公司，正式启动了铱星计划。1993年，第一颗铱星上天，1998年，整个系统顺利投入商业运营。美国历史上最懂科技的副总统戈尔第一个

使用铱星系统进行了通话。此前，铱星公司已经上市了，铱星公司的股票在短短的 1 年内大涨了 3 倍。铱星系统被美国《大众科学》杂志评为年度全球最佳产品之一。铱星计划开始了个人卫星通信的新时代。

经历了开始的光鲜，这个项目的进程与结果又如何呢？从技术角度看，铱星移动通信系统是非常成功的，这是真正的科技精品。但是在商业上，从投资的角度讲，它却是个彻头彻尾的失败品。这个项目投资高达五六十亿美元，每年的维护费又是几亿美元。除了摩托罗拉等公司提供的投资和发行股票筹集的资金外，铱星公司还举借了 10 亿美元的债务，每月光是利息就达几千万美元。结果铱星系统投入商业运行不到 1 年，1998 年 11 月 18 日，铱星公司就向纽约联邦法院提出了破产保护。半年后的 1999 年 5 月 15 日，铱星公司正式破产。铱星成了美丽的流星。这颗卫星在天上自己飞了几年，终于在 1999 年被一家私募基金公司（摩根士丹利）以 1 千万美元的低价买下。

摩托罗拉公司铱星计划的失败，在管理学中是一个经典的案例。投资这么大的一个项目，为什么当初公司的领导层没有进行细致与客观的财务分析呢？这并不主要是由委托代理问题导致的，因为公司的高层经理仍然认为这个项目可以为股东创造价值。公司的领导层在做出决策时，过度自信、过度乐观、证实偏差、控制幻觉。这些行为与心理上的偏差是导致失败的重要原因。这也说明，即使是最优秀的经理人，也并不完全能够做到理性面对任何问题，也有可能出现偏误。因为其具有有限理性，在财务决策中的心理偏差就很难避免。

这一章，我们将把行为学与心理学的理论融入公司财务管理的框架中，看一看在公司财务管理中经常出现哪些行为与心理偏差，它们会怎样影响到公司的财务决策。了解这些偏差的形成原因与结果，将有助于公司的财务决策者改进决策行为。

现代公司财务理论起始于 1958 年 米勒和 1961 年 莫迪利亚尼所发表的著名的 米勒理论。其主要内容是：在完美、有效的市场和完全套利假设下，公司的融资结构和股利政策不会影响公司的市场价值。它已经成为现代公司财务研究的出发点。近半个世纪来，大量的相关理论研究都是基于放松 米勒理论的各种严格假设来进行的。学者们逐步考虑了税收、破产成本、信息的非对称等因素，发展了权衡理论、非对称信息理论、公司治理理论等著名的理论流派，但是几乎所有的分析仍然是以半强式有效市场为假设的。

20 世纪 80 年代后，随着行为财务的崛起，人们开始关注 米勒理论的最后一个没有被放松过的假设条件：资本市场的有效性。在这些前提下研究公司财务问题，就产生了行为公司财务的研究范式。行为公司财务是公司财务理念与行为财务理论相互整合的产物，实质是在行为财务的研究范式下来研究外部市场的无效性和内部管理层的非理性对公司的融资、投资、资本结构、股利政策和兼并收购的影响。它为我们研究公司财务问题提供了一种新的角度和方法，更加贴近资本市场的现实情况。本章我们将就行为公司财务的若干方面进行简要讨论，包括行为学基础、公司估值、非理性条件下的公司财务决策，以及团队财务决策四节。

第一节行为学基础中，我们将讨论从理性人假设到有限理性人假设，以及若干种心理偏差对公司财务决策的影响。第二节公司估值将讨论传统的公司价值评估方法，以及投资者的有限理性是怎样使公司估值发生定价偏差的。第三节非理性条件下的公司财务决策将讨论市场非理性与经理层非理性对公司财务决策的影响，如投资政策、融资政策、股利政策、兼并收购等。第四节团队财务决策中，我们会讨论公司的财务团队的决策模型，在实际有限理性条件下出现的决策偏差。

行为学基础

从财务管理的角度看，理性的投资决策是以净现值为衡量标准，选择收益大于支出、净现值为正的项目。但实践表明，人并不是完全理性的，非理性行为比比皆是。在这一节中，我们将要讨论从传统的理性假设到有限理性人假设的转变，继而探讨人们的心理偏差是如何影响公司的财务决策的。

传统的理性人假设与有限理性人假设

传统经济学中的理性人假设

“理性人”的定义包括两层含义：一是投资者在决策时都以效用最大化为目标；二是投资者能够对已知信息做出正确的加工处理，从而对市场做出无偏估计。最大化行为是从经济学角度，对人类天性的抽象和概括，天性即是公理，公理无需证明。数理经济学的发展，使古典经济学中的理性人假设具体化为一套以最大化为原则的经济理论体系，完全理性的经济人几乎成为标准的经济分析基础。最大化原则构成了西方经济学中最基础、最重要的前提假设，是微观经济中各种经济主体的目标函数，其数学表述是无条件极值和条件极值的一阶偏导等于零。从经济学中的理性人定义到标准金融学的各个理论，“理性”一词又有了特定的内涵。

套利理论中的套利者根据资产的期望收益来估价每种资产，而期望收益率是未来可能收益率的加权平均，在套利过程中，套利者是以客观和无偏的方式设定其主观概率的，即按“贝叶斯定理”不断修正自己的预测概率以使之接近实际。除此之外，套利者还是最大效用追逐者，他们会充分利用每一个套利机会获取收益。

现代投资组合理论中的投资者是回避风险型的理性人，他们在理性预期的基础上，以期望收益率和方差度量资产未来收益与风险，并根据收益一定、风险最小或风险一定、收益最大的原则寻求均值方差的有效性。

资本资产定价模型中的投资者除了具有现代投资组合理论中理性人的所有特点外，还强调了投资者具有同质期望性，即所有的投资者对资产和未来的经济趋势具有相同的客观评价。

有效市场假说则假定投资者除能对各种可获取的信息做出无偏估计外，还能迅速地做出反应。

综合来看，标准财务学中投资者的心理具有理性预期、风险回避和效用最大化这样三个特点，即投资者是理性人。

有限理性人假设

“理性人”假设作为一种高度抽象的理性模型，虽然使经济学理论研究的公理化、体系化、逻辑化成为可能，但是，结合心理学的经济研究结论不承认这种经济人理性。

传统经济理论认为，人们会理性地自利，因而经济运行也具有自身的理性。而行为经济学者则认为，人本身就不是那么理性的，经济活动因此也不是那么理性的。例如，股票市场的价格常常并不是对公司的现实做出反应，而是对投资者的情绪做出反应，而投资者的表象思维、心理定势、环境影响往往导致并不理性的错误。但是，所谓的非理性是指非经济人理性，而不是否定理性。经济人理性与非经济人理性还是互相调和的。实际上，市场信息的获取加工，要具备如下条件：一要有感觉材料，它由大量杂乱的听觉、视觉材料所组成；二要有理性分析的框架，对信息进行有价值的筛选和提炼；三要有“约定俗成的知识加以补充和整合”。在市场行为者的决策机制中，由于认识和思维过程是一种复杂的多层系统，而行为本身又是根据不同思维层次发生的，有时是经过深思熟虑后的行为，有时则是无意识、潜意识状态所激发的非理性行为，因此经济行为人的决策并非像古典经济学家所主张的那样是完全理性的。

出于对经济人所作的严格限定的质疑，奈瑟德(奈瑟德)提出决策研究应该以现实生活中的人为研究对象，以心理学中的“适应性行为模型”取代经济学中的“理性行为模型”，由于决策的环境具有绝对的复杂性与不确定性，人的决策与完全理性意义上的决策相距甚远。奈瑟德(奈瑟德)认为，人的理性属于“有限理性”。人类的行为是由决策的环境与主体本身的认知能力决定的，即人类行为的一边是主体的计算、认知能力，另一边是决策环境的结构。所以，由于信息成本和信息不对称的存在，人往往追求的是满意解，而满意解往往不是最优的。许多学者通过大量实验和调查研究影响投资者行为的认知、情感和价格特征等因素。研究发现，想象和情感是评估证券等级的心理框架之一，学者预测并发现了恐惧和愤怒对风险认知的影响截然相反。

综合上述观点，行为财务学家认为：①投资者是有限理性的，投资者会犯错误；②在绝大多数时候，市场中理性和有限理性的投资者都是起作用的，而非传统财务理论中的非理性投资者最终将被赶出市场，理性投资者最终决定价格。行为财务学修正了理性人假说的论点，指出由于认知过程的偏差和情绪、情感、偏好等心理方面的原因使投资者无法以理性人方式对市场做出无偏估计。

心理因素对财务决策的影响

传统的公司财务理论为公司的筹资、投资、股利分配等财务决策提供了一整套理论分析体系。传统的企业价值最大化方法建立在折现现金流分析方法的基础之上。从本质上说，所有企业决策活动都包含风险因素，因为现金流具有不确定性，对企业价值的评估也往往是采用期望或平均值进行估计。在折现现金流分析法中，风险因素通过被用来估计预期现金流量的折现率来体现。根据折现现金流分析法，

只有当一个项目所产生的预期未来现金流的现值超过了对该项目的初始投资时，该项目才值得去做。按照同样的思路，在折现现金流分析法的指导下，对融资决策的选择必须以企业价值的最大化为目标。举例来说，负债能规避部分税收，而这些规避掉的税收需要经理层通过潜在的破产成本予以抵销，才能达到平衡。

传统公司财务基于以下三个假设：①人的行为是理性的；②资产定价模型；③市场是有效的。随着行为财务学理论研究的不断深入，学者把研究方向从对市场异象的研究扩展到了对公司行为的研究。行为财务学认为，心理因素会对传统理论的这三个假设造成干扰，其研究成果表明：心理偏差使得经理人很难以完全理性的状态做出决策，比如证券的风险溢价并不完全取决于证券的贝塔系数，并且股票的市场价格通常会偏离它的基础价值。

公司价值最大化过程中存在着两个主要的行为障碍：一个是来自公司内部的行为成本，指那些经理人因为认知的偏差和情绪变化而犯错误产生的相关成本，行为成本将减少公司的价值。另一个障碍来自于公司外部，主要来自证券分析师和投资者所犯的误差，这些误差会使证券的价格偏离它的基础价值。经理人的非理性与外部投资者的理性都会对公司的融资、投资、兼并及股利政策产生影响。因此，无论是投资者，还是公司的经理层，许多时候都不是完全理性的，心理上的偏差也会导致经理层做出有损于股东利益的行为。不过，心理成本并不是因为经理层与投资者之间的利益差异而产生的，而是由经理层的错误决策造成的。这个观念上的区分十分重要，因为这两类误差的原因与补救手段大不相同。委托代理冲突的补救方式主要强调激励手段，而对行为缺陷的补救方式则重在培训和方法改进等方面。这里涉及的主要是三类心理现象：偏差、启发式推断和框架效应。下面我们分别讨论。

圆源 偏差

偏差指产生谬误的一种诱因，下面具体介绍四种偏差：过分乐观、过度自信、证实偏差和控制幻觉。

（员）过分乐观

一般而言，经理层都存在着过分乐观的情况。经理们往往高估他们获得有利结果的概率，却低估了将会面临不利结果的次数。经常出现的情况是，在市场行情一路向上的时候，公司股价的惊人上涨会激发公司经理层的过分乐观情绪，导致他们在投资、融资与并购方面做出错误的决策。

（圆）过度自信

通常，当面对有难度的工作和展示个人能力情况的时候，经理们往往会表现出过度自信。过度自信是一种因人们对自身能力和知识面了解程度不足而产生的偏差。对自身能力过度自信的人对自己能力的判断总是高于实际，对自身知识面过度自信的人总是觉得自己明白很多东西，而实际上并非如此。这种过度的自信并不意味着这些人无知或无能，只是表明他们眼中的自己比实际中的自己更加优秀、更有头脑。

过度自信与过分乐观通常是同时存在的，但两者并不代表同一种含义。带有悲

观情绪的经理人也会有过度自信的情况。区分的关键在于，过度自信的经理人都极度地深信自己的观点是正确的。

过度自信的经理人容易在投资和并购问题上做出不利于公司的决策，尤其是当他们所在的企业资金比较充足时，可能会增加研发费用或收购其他公司，而这两项活动有时会使本公司的市场价值显著下降。

（猿）证实偏差

如果经理人忽视那些不支持他们看法的信息，而偏好那些支持他们观点的信息，那么他们就会产生证实偏差。经理们通常只听那些他们想听的信息，会花费大量时间去搜索能够证明他们的观点是正确的理由，而几乎不去搜集那些有可能会使得他们观点站不住脚的论据。经理层因为证实偏差而掌握的财务信息可能是不完全的，会使其做出错误的财务决策。

（源）控制幻觉

当一名经理人做出某项决定时，该决定会带来的结果往往取决于运气与专业技能的结合。通常，经理们会在潜意识上夸大他们对决策结果的掌控能力，这种偏差就是控制幻觉。心理学研究表明，自我感觉的控制能力的增加会导致过分乐观情绪的增加。例如，当风险出现时，经理有时会觉得风险完全在他的控制当中，而没有及时做出举措，结果使公司失去了退出风险的机会，酿成重大损失。1995年中航油在石油期货上亏损 5.5 亿美元，最终申请破产保护就是一个典型案例。

（圆）启发式推断

许多经理人都依靠启发式推断来做决策。启发式推断是一种单凭经验做出决策的方法，主要有代表性启发式、可得性启发式、锚定与调整启发式以及情感性启发式。

（员）代表性启发式

经理人通常依赖于使用类比和模式化特征的启发式判断进行判断和推测。心理学家将这类方法称为代表性启发。经理人在考察某个或某种观点究竟在多大程度上符合某个模式时，往往会看该事物或观点在多大程度上代表着其所属类型。通常，人们会过多地依赖所谓的代表性，而这种基于典型的思考方式会导致偏差的产生。

（圆）可得性启发式

通常，经理人都倾向于使用可得性启发式。这种方法使得他们更依赖于那些容易获得的信息，而忽视那些相对不易获得的信息。这样的做法容易带来判断的偏差。

（猿）锚定与调整性启发式

经理人通常会对其某个他们所熟悉的事情快速做出一个初始判断，然后在新的环境下对初始判断进行调整，以反映新的信息。经理人的初始意见会锚定他们的判断。由此引发的偏差称作锚定偏差。在形成某项判断时，人们往往倾向于锚定头脑中的那个初始想法，并做出相对不充分的调整。

（源）情感性启发式

大多数经理人都依照自己情感上觉得是正确的事情来做决策。心理学家们用情

感这一术语来描述感官情绪，用情感性启发式来描述过于依赖直觉或者“心理情绪”的行为。如同其他启发式一样，情感性启发式包括那些能够导致经理人行为偏差的心理缺陷。确实，经理人的感觉是他们过去经验的表现。但是，经验并不能代替细致的分析。感觉上是正确的收购行为也会导致负的净现值。

框架

框架指的是对决策任务的描述和说明。当某位经理人的决策很容易受决策任务目标框架化方式的影响时，该经理人便会表现出框架效应特征。框架效应是展望理论中一个很关键的方面，而展望理论以两大显著的框架现象为特征：损失厌恶与确定性损失厌恶。

许多人在面对风险决策选择的时候都会权衡潜在的收益和潜在的损失。而当利得与损失同样多时，损失带给人们的痛苦程度往往要大于利得带给人们的快乐程度，此时人们会表现出损失厌恶，采取风险规避行为。传统的公司财务教科书所传授的观念是，债务可以被投资者用来规避公司税务。然而不少企业的实际例子表明，它们承担的债务少于理论所述的情况。传统的制定债务政策的方法中，经理们用额外的避税收益来平衡过度负债可能带来的未来财务成本，然而经理们通常由于具有损失厌恶的特征而选择了一种过度保守的债务政策。一般来说，损失厌恶导致经理层在发行债券时犹豫不决，即使发行更多的债券会为其股东带来正融资效应，他们也会迟疑。从心理上讲，源自融资困境的潜在损失比避税带来的收益更为突出。

公司估值

行为财务学的研究已经表明，市场中的投资者并不是完全理性的，市场也并不是有效的，由此造成了公司的估值会偏离理论价值。这一节我们会讨论传统的估值方法，以及投资的非理性对公司估值的影响。

传统的公司价值体系

公司价值评估有现金流量和经济利润两种形式。现金流量是把未来年份的预测现金流量用含有资本成本和风险成本的折现率折算为现值。一项投资如果回报高于同样风险下的资本成本，便能创造资本增值。但是，现金流量法难以通过将实际和预计的现金流量的比较来跟踪了解公司的投资情况，任何投资都会影响现金流量及折现值，这就容易导致管理者为了改善某一年的现金流量而推迟投资，使公司长期价值创造遭受损失。经济利润法不考虑前后年度资本投资额的大小，仅确定单一时期的预计经济利润，并能与实际产生的经济利润对比分析，可以弥补现金流量的不足，且又便于对价值进行计算考核。

公司运营价值

(一) 经济增加值

经济利润这一概念被后来的学者冠以许多不同的名称，其中，经济增加值

灾_越灾_原灾_灾), 可用公式表示如下:

灾_越灾_原灾_灾

它代表市场预期 灾_越灾_原灾_灾未来增长部分的折现。

灾_越灾_原灾_灾占 灾_越灾_原灾_灾的比重越大, 说明市场对未来 灾_越灾_原灾_灾的增长预期越高。当公司期末创造的 灾_越灾_原灾_灾大于期初的 灾_越灾_原灾_灾(表示为 灾_越灾_原灾_灾)时, 就产生了超额 灾_越灾_原灾_灾(表示为 灾_越灾_原灾_灾)。我们把公司未来增长值分为两部分: 一部分是理性预期增长值, 用 灾_越灾_原灾_灾表示, 它代表公司未来预期经济增加值的现值; 另一部分为市场判断偏差, 用 灾_越灾_原灾_灾表示, 它是期末实际经济增加值现值与预期经济增加值现值之间的差额。灾_越灾_原灾_灾对公司价值的影响至关重要。标准财务理论认为, 市场的定价偏差 灾_越灾_原灾_灾是暂时性的, 从长期来讲, 公司市场价值就等于其内在价值。但是, 索罗斯有句名言, “市场总是错的”。也就是说, 灾_越灾_原灾_灾总是存在的。于是,

灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾

灾_越灾_原灾_灾时期的未来增长值的表达式为:

$$灾_越灾_原灾_灾越 \sum_{灾_越灾_原灾_灾} \frac{预期 \Delta 灾_越灾_原灾_灾}{(灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾)^{灾_越灾_原灾_灾}}$$

$$灾_越灾_原灾_灾越 \sum_{灾_越灾_原灾_灾} \frac{实际 \Delta 灾_越灾_原灾_灾 - 原预期 \Delta 灾_越灾_原灾_灾}{(灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾)^{灾_越灾_原灾_灾}}$$

(灾_越灾_原灾_灾) 内在价值与市场价格

综上, 我们将 灾_越灾_原灾_灾时期的公司价值分解为以下几部分: ①投入资本, 即公司的账面价值, 用 灾_越灾_原灾_灾表示; ②资本创造值, 即未来保持现有规模和盈利能力的经济利润的折现值, 用 灾_越灾_原灾_灾表示; ③内部经理人理性预期增长值, 即经理人对公司未来成长性的合理估计的折现值, 用 灾_越灾_原灾_灾表示; ④公司外部投资者由于行为偏差对公司价值的估计偏差, 是市场的泡沫成分, 用 灾_越灾_原灾_灾表示。

前三部分构成了公司的内在价值 (灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾), 用 灾_越灾_原灾_灾表示, 即未来所有实际的 灾_越灾_原灾_灾加上现有的投资资本, 即公司当前运营价值 (灾_越灾_原灾_灾)与预期 灾_越灾_原灾_灾增加值 (灾_越灾_原灾_灾)之和。

灾_越灾_原灾_灾越 灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾越 灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾

而 灾_越灾_原灾_灾时期的市场价格 (灾_越灾_原灾_灾)等于当前运营价值、内部经理人理性预期的增长值折现加上外部投资者的非理性判断偏差。其表达式如下:

灾_越灾_原灾_灾越 灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾越 灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾灾_越灾_原灾_灾

灾_越灾_原灾_灾投资者的有限理性对公司价值的影响

在公司价值形成中, 首先是投资者的有限理性导致公司定价偏差, 进而这个定价偏差反作用于公司的内在价值。

在一个有效的市场中, 与基础资产相关的所有信息能够完全、充分地反映在价格上, 那么该价格是相等或相似于金融资产的价值。但是, 在一个充满不确定的经济现实中, 信息是纷繁复杂的, 信息的收集也是花费成本的, 不同交易者收集、分析信息的能力是有差异的, 所以交易者占有的信息也是不完全、不对称的, 从而

产生了“噪音”。在这一前提下，交易形成的价格是不充分、不完全的，与金融资产的价值存在着偏差。

坎宁安和 坎宁安(1989) 将投资者分为两类：信息交易者（坎宁安和坎宁安(1989)）和噪音交易者（坎宁安和坎宁安(1989)）。信息交易者是严格按标准 坎宁安(1989) 行为的理性投资者，他们不会受认知偏差的影响，只关注组合的均值方差，而且通过套利使资产价格趋向于理性价值，因此也称为理性交易者或套利交易者。噪音交易者则不按 坎宁安(1989) 行事，他们会犯各种认知偏差错误，并且没有严格的均值方差偏好。坎宁安和坎宁安(1989) 将噪音交易者定义为把“噪音”视为真正的信息而进行交易的人。噪音交易者有着与信息交易者不同的行为特征：①错误地认为他们掌握了有关风险资产未来价格的特征信息，这些信息可能来自于技术分析师、股票经纪人或者经济顾问的一些虚假信息。②对未来价格表现出过分主观的错误看法。③对选择证券组合依据一种不正确的理论等。尽管行为表现有所不同，但他们的本质是相同的，即在信息不完全下对未来价格的判断是有偏差的。

尽管外部投资者无法对公司的经营决策产生实质的影响，但是投资者通过买卖流通在二级市场上的股票以实现自己对公司价值的判断。投资者从媒介收集到公司价值判断的相关信息，对信息进行加工判断，从而在头脑中形成对该公司价值的意象。

投资者价值判断过程中的认知与情绪偏差会导致决策偏差，并进一步导致资产定价的偏差，而资产定价的偏差会反过来影响投资者对这种资产的认识与判断。这一过程就是“反馈机制”。这种股价与投资者反应的相互作用，被坎宁安形象地称为“反馈环”。当各种外部因素与投资者情绪相互影响，推动形成同一方向的预期时，鉴于投资者作为一个群体表现出心理群体的特点而产生羊群效应，就会导致市场的系统性偏差，并有可能通过反馈机制不断放大。系统性的价值判断偏差，使上市公司权益的市场价值偏离其内在价值，并且这一偏离的维持时间是不确定的，不一定能在短期内通过理性套利行为得以消除。

这种定价的偏差也可能被公司和机构投资者所利用，他们有意地诱导噪音交易者基于噪音进行交易。公司的 坎宁安(1989) 可能会制造相应的信息，以利于股票定价正反馈机制的形成。为此，他们可能运用一些手段增加其股票收益，如通过兼并收购或利用新的金融工具增加会计利润等，满足投资者不断增长的期望，从而使股价不断地上涨。股票市场的价格高估，使上市公司更好地利用“市场时机”从市场上融资，实现其公司短期市场价值最大化的目标。坎宁安(1989) 的利益与公司市场价值的关联性越强，他们就越有动机利用市场的非理性做出他们的财务决策。

投资者系统性的认知与行为偏差可以驱使公司市场价值偏离其内在价值。那么，投资者的这种噪音又是如何通过价值驱动因素驱动公司市场价值偏离其内在价值的呢？

公司的投资行为也是决定公司价值的因素之一。坎宁安和坎宁安(1989) 指出，假设一个公司有一项能产生平均回报率为 ρ^* 的投资机会，投资期间内，投

资产与收益呈固定比例的线性相关。那么，股票价格可以表示为：

$$P = \frac{E}{\rho} + \frac{E}{\rho} \left(\frac{\rho^* - \rho}{\rho} \right) \cdot T \quad (7-1)$$

其中： E 是实际收益， T 是每年净投资额， ρ 是资本成本或资本折现率， ρ^* 为新增投资回报率， T 为投资期。

因为

ρ^* 越早 E

ρ 是收益成长率，则公式可以表示为：

$$P = \frac{E}{\rho} + \left(\frac{E}{\rho} \frac{\rho^* - \rho}{\rho} \right) \cdot T \quad (7-2)$$

对比公司市场价值的公式：

配次越增次垣云灾

这两个公式中的第二部分对应未来增长值（云灾），综合反映了投资者对公司价值成长性的判断。如果新增投资回报率 ρ^* 大于资本成本 ρ ，未来增长值 云灾 为正。

投资者行为偏差会同时影响对实际收益 E 和收益成长率 ρ 的估计。假设把公司分为低成长和高成长两类，那么，对于低成长公司，公式（7-2）说明实际收益对股价的影响程度远远大于未来增长率 ρ 对股价的影响程度。这时，投资者的偏差主要通过影响对收益的估计，从而影响股票的市场价格。投资者的过度自信使投资者忽略了公司的低成长率，或者错误判断了实际投资回报率。

相反，对于高成长公司，公式（7-2）表明实际收益对股价的影响远远小于对未来增长率 ρ 的影响程度。这时，投资者的偏差主要通过影响对投资收益增长率的估计，从而影响股票的市场价格。有关公司投资机会和投资收益率变化的信息对投资者的偏差影响最大。投资者的过度自信使投资者脱离实际地认为公司始终保持较高的投资收益率。

在证券市场上，蓝筹股代表低成长公司的股票，科技股代表高成长公司的股票。蓝筹股往往被视为价值型股票，因为其公司市场价值偏离公司内在价值的程度相对较小。这是因为蓝筹股公司的实际收益 E 比较稳定，未来收益成长率 ρ 比较小，其价值的不确定性因素较小。那么，投资者对低成长公司的定价偏差主要表现在对实际收益的错误估计上，但由于不确定性较小，投资者的定价偏差 云灾 相对较小，因而公司市场价值（配次越增次垣云灾）中的有限理性成分（云灾）较小，公司市场价值与公司内在价值的拟合度相对较好。相反，高科技公司的未来增长率 ρ 相对稳定，实际收益 E 较大，其不确定因素也相对较多，有限理性的投资者容易形成对其高成长神话的憧憬，使得市场价值中的有限理性成分（云灾）较大，于是市场价值较大地偏离其内在价值。如果投资者的这种系统性认知偏差朝一个方向发展，对高成长股票以及整个股票市场有着持续而执着的憧憬，那么这样的定价偏差（云灾）可能继续膨胀，形成股票市场的泡沫。

7.1 非理性条件下的公司财务行为

传统公司财务理论认为，资本市场资源配置的有效性体现为“支配公司资源的管理者以股东价值最大化为准则理性配置资本，也就是说，投资于净现值大于零的项目”。这种基于价值的管理假设主要基于三个条件：①理性的投资者；②资本资产定价模型；③有效市场。在这种情况下，投资者的理性行为使得他们能够对公司的配置行为正确估价，从而使得股票价格能正确反映公司的内在价值，而管理者则以最大化股东价值（也就是最大化股票价格）为目标，理性地配置资本。然而随着行为财务理论的发展，人们开始质疑以上观点。Myer和 Majluf (1984) 认为，心理方面的影响因素极大地影响了以上三个条件的成立：首先，心理偏差使得决策难以按照理性的方式行事；其次，证券市场的风险溢价并不完全取决于证券的净现值；最后，股票价格通常偏离股票的基本价值。投资者与管理层两方面的非理性均会影响到公司的财务决策。下面就分这两方面进行讨论。

7.1.1 投资者非理性下的公司财务行为

与财务相关的公司日常活动范围非常广，包括公司的投资、融资、股利分配等。我们关注的问题是：投资者的非理性所导致的公司股票价格相对内在价值的扭曲是否会影响到公司的这些正常的财务活动。下面我们针对公司的资本配置行为、融资行为及资本结构、股利政策分别讨论。

7.1.1.1 公司的资本配置行为

这里的公司资本配置行为就是指公司的投资活动，包括与主业相关的投资、多元化经营、兼并收购等。在正常情况下，理性的管理者应该将资金投入到净现值最大的项目中。但是，当股票价格无法正确反映公司的内在价值时，管理者会怎么做呢？Myer和 Majluf (1984) 研究了在股票市场非理性的情况下，管理者致力于公司真实价值最大化的管理的投资行为。他认为，如果投资者误认为公司拥有许多有价值的投资机会，会导致股价被高估，管理者会因此而增发股票。那么，理性的管理者不应该将募集来的资金投入到新项目中去，因为他们清楚，那些被投资者误以为有价值的投资机会事实上是不可能产生真正净现值收益的。同样，如果管理者认为公司股价被低估，他们应该利用低价的好机会回购股票，而不是撤回实际的投资项目，因为理性的管理者知道这些项目是能带来真正收益的。因此，Myer和 Majluf 总结，如果从公司的真实价值出发，非理性的投资者和资本市场只有可能影响公司的融资时机和资本结构，而不会影响公司的资本配置行为。

事实上，投资者的非理性行为很大程度上能够影响公司的投资行为。首先，对于大多数的企业来说，由于缺乏大量的内部资金和借债能力，管理者只能依赖于股票市场。这种情况下，如果投资者非理性程度过高，比如股价被严重低估，此时公司的融资成本非常高，尽管公司有不少好的投资机会，但也不得不放弃。另外，管理者也会考虑到自身被解雇的风险。如果投资者对公司过度追捧，管理者出于股东

利益最大化而拒绝投资那些事实上无盈利的项目，投资者就可能抛售股票导致公司股票价格下跌，从而面临被解雇的风险，因此，这时管理者的决策就会受到非常大的影响，可能被迫接受净现值为负的项目。

已经有不少学者的研究证实了投资者非理性会影响公司的投资行为。例如，孕德和 葬葬葬葬葬 (圆园园) 发现，股价被高估的公司往往比其他公司进行更多的投资。月葬葬葬葬 葬葬葬葬葬和 宰宰宰宰宰 (圆园园) 发现，股权依赖型公司的投资行为对股价波动更为敏感。比如，他们研究发现现金余额较低的公司对股票的敏感度是非股权依赖型公司的猿倍。此外，葬葬葬葬葬和 灾灾灾灾灾 (圆园园) 认为，不同时期的并购也是股票市场的定价偏差引起的，或者说是公司经理层对股票价格偏差的理性反应。

圆 公司的融资行为及资本结构

传统的公司财务理论中，关于资本结构的理论主要有两个：一是 酝酝定理，二是融资优序理论。酝酝定理关注债务税收抵减和财务困境之间的平衡。因为所支付的利息是可以用来抵减的，对于企业投资者来说，资本结构影响着企业的税后现金流。从这方面看，税收为公司投资者提供了税收上的抵减，其价值等于企业适用的税率和企业债务规模的乘积。

破产会直接导致额外的合法费用。此外，破产还涉及要由法院指定的托管人参与保护债权人的利益，在企业破产时，相对于股东利益而言，债权人的利益更具优先权。同样的，企业在濒临破产的情况下运行将发生财务困境成本，因为托管人会对经理人的决策加以束缚。

增加额外的债务一般都会有一个与之平衡的活动：一方面是税收抵减的增加，另一方面是个人税务和因财务困境带来的期望成本的增加。企业为了平衡这两方面产生的效应而进行的债权 辘辘比率选择被称为对最优资本结构的选择。

融资优序理论提出，企业并没有最优的债权 辘辘比率。相反，企业应该按照某种次序来融资。如果企业需要资金，首先会使用内部产生的现金，这部分现金用完，就会使用债务融资，再其次是股权融资。

然而，投资者的非理性所导致的股票价格偏离真实价值也会影响到公司的融资行为。葬葬葬 (圆园园) 指出，在股票市场非理性的情况下，当公司股价被过分高估时，理性的管理者应该发行更多的股票以利用投资者的过度热情。相反，当股票价格被过分低估时，应该回购股票。该模型被称为企业融资“市场时机”假说。迄今为止，公司证券发行的实证结果与 葬葬葬的理论非常吻合。在总体水平上，当整个股票市场中的股票价格被高估时，在所有新发行证券中，普通股增发价格最高。就单个公司来说，公司市值与账面价值的比例是新股是否发行的良好预测指标。市值与账面价值比高的公司将增发股票，而该比值低的公司将回购股票。

例如，对首次公开发行 (孕孕孕) 和增发新股 (葬葬葬) 总规模随股票市场周期的变化，以及 孕孕孕和 葬葬葬的实证研究和长期业绩的实证研究发现，孕孕孕和 葬葬葬之后，股票长期投资回报下降，而宣布回购股票后，股票长期投资回报上升。月葬葬葬和 宰宰宰宰宰 (圆园园) 指出，股票增发是对未来股票投资回报的可靠预测指标：股票增

发价格高代表低的、有时甚至是负的股票投资回报。这与公司管理者选择恰好在股价跌回实际估价水平之前的高点增发股票的行为一致。

市场时机假说的实践意义在于：市场时机对企业资本结构具有显著和持久的影响。随着股票市场价格水平的高低变化，公司存在最佳融资时机。公司一般选择在股票价格上涨阶段实施增发。股价被低估的公司倾向于延迟增发股票，直到股价上涨到合理水平。在股票市场行情上涨时增发股票，遭受到负面反应的概率比市场行情下跌时要小。则和 (1997) 对 100 多家美国公司管理者的问卷调查结果表明，约 60% 的公司认为，“股票市场对公司股票价格的高估或低估是融资行为的重要考虑因素”。公司往往在股票市场高估其价值时发行股票，低估时回购股票。公司股票价值普遍被股票市场高估使股票市场形成公司股票发行热，而普遍低估则形成公司股票回购热。

许多学者在“市场时机假说”的基础上进一步提出了“基于市场时机假说的资本结构理论”。该理论认为，公司的资本结构是一段时间内公司财务决策行为的结果表现。按照市场时机模型，公司资本结构只是一段时间内财务决策行为的结果。假设两家公司在规模、盈利能力、固定资产构成、现阶段市值与账面值比等这些传统理论中认为会影响资本结构的因素方面大体类似，且过去一段时间内粤公司的市值与账面值的比值比月公司高得多，根据市场时机理论，粤公司的管理者必定已经利用市场可能高估的时机增发了股票，所以在粤公司目前的资本结构中，必将有更多的股权资本。

则和 宰 (1997) 证实了这个推测。他们指出，当其他条件相同时，公司的历史市值与账面值的比值的加权平均值（其中，发行证券的年份被赋予了更大的权重），可以用来预测公司当前的股权资本额。

公司的股利政策

对股利政策的传统分析框架经 配和 配的发展，成为了众所周知的 配定理。配定理的基本前提是，投资者不受框架效应的影响，因此，价值以现金流为基础而不管这些现金流是如何构成的。配定理表明，当不考虑税收和交易成本时，股利政策和公司价值是不相关的。根据这个理论，如果股利政策带来税收上的不利，公司可以选择低股息支付率或零股息支付率。如果投资者希望分红，但公司并不这样做，那么，投资者可以通过卖出股票来自己创造股利。

传统的理论中还没有说明合适的股利政策应该由什么组成。一些观点鼓吹将股利支付最小化，而另一些观点认为，因为存在着委托代理冲突，应该重视股利支付。从这方面看，如果投资者相信经理人会避免接受那些给管理层带来收益但净现值却是负的项目，那么，零股利或低股利支付就是应该的。

关于公司为何支付股利的其他理由是，管理者通常比投资者知道得更多。比如说，公司拥有好的项目且净现值很高，但一般投资者无法恰当地估计这些项目的价值，在这样的情况下，管理者可能会选择支付股利，以表明他们能够负担与税收相关的罚金。对于股利来说，与之相关的是税收罚金。股利成为一般性收入后会立刻

被征税，但是，如果将其作为资本利得，税收就可以得到延迟支付直至实现资本利得。所以，如果公司将所有收益进行再投资而不是作为股利支付，那么投资者会以资本利得而不是股利的形式收到这笔财富，并且只会在他们卖出股票的时候才缴税。因而，公司有好的项目投资时，理性的做法应该是将更多的现金进行再投资而不是进行股利支付。

如果公司想对股东返还现金，而又可以规避税收，那么可以进行股票回购。在没有交易成本的情况下，股票回购抵销了同样规模的新股发行。撇开税收因素，~~配~~配定理认为，股票回购与股利派发具有同样的含义。这就意味着这两种方式对于股东的财富变化是没有区别的。

从理性决策来说，投资者没有必要对股利斤斤计较，股价上升的资本利得完全可以弥补股利的不足。尤其是当公司财务状况不好时，改变股利政策、降低股利支付，以增强公司现金流，有利于公司与股东的利益。但通常投资者不会这么认为，他们认为股利是真正的“所得”，是用来支付每年基本生活费用的，而资本利得却是“意外之财”。这种现象在 ~~员~~员源年纽约城市电力公司的股东大会上表现得尤为明显。~~员~~员源年能源危机期间，公司因为油价猛涨了 ~~源~~源倍而不得不取消过去稳定的股利政策，这引起了投资者极大的不满。在当年的股东大会上，许多中小股东进行闹事，甚至有人扬言要对公司董事会成员采取暴力举动。一位股东说：“如果公司不发股利，谁来替我们交房租呢？”理性的思考是，公司不顾亏损发放股利，可能会导致公司更加陷入困境，最终倒霉的还是股东。那么，股东们为什么不能等公司恢复元气，股价上涨，用资本利得来弥补股利呢？按照传统财务学的分析框架，公司的股东只会对能源危机对公司的股价的影响敏感，而绝不会因公司暂停支付股利的决定而变得如此激动。因为在传统财务学框架下，投资者遵循 ~~配~~配定理和 ~~配~~配定理的套利定价理论。他们知道，在不考虑税收与交易成本的情况下，~~员~~美元资本利得和 ~~员~~美元的股利并没有什么差异，他们随时可以通过卖出股票“自制”股利，而在收入税率高于资本利得税率的现实世界，减少股利支付会使股东的状况更好。那么，为什么公司还要发放股利呢？学者们用理性预期理论、心理账户、自我控制说、后悔厌恶等对这一投资者的非理性行为做出了解释。

理性预期理论认为，无论何种决策，无论市场对管理层的行为做出何种反应，股价不仅取决于行为本身，更取决于投资者对管理层决策的未来绩效的预期。在临近管理层宣布下期股利政策之时，投资者通常会根据对公司内部若干因素，以及外界宏观环境、行业景气程度、政府政策可能的变化等其他因素的分析，对股利支付水平和支付方式做出种种预测。当股利政策真正宣布时，投资者会将股利标准与其预期进行比较。如果两者相同，即使宣布的股利比前些年增加了，股价也不会变化；如果宣布的股利高于或低于预期水平，投资者就会重估公司及其股票价值，他们可能会把预料之外的股利政策变化作为预测公司未来收益变动的线索，即预料之外的股利政策包括公司盈利和其他方面的信息。总之，如果公司宣布的与投资者预期的股利政策存在差异，股票价格很可能会发生变化。

在不考虑税收和交易费用的情况下，虽然现金股利和资本利得可以相互替代，但心理学家的研究显示，对大多数人来说，出售股票会引起更大的后悔，因为他们会设想本来可以不采取这一行动的。由于投资者一般都是后悔厌恶型的，所以他们偏好现金股利。后悔最小化使得现实中的投资者不愿出售股票来“自制”股利。后悔是与决策的选择相联系的，投资者接受股利是不需要决策的，是一种不必选择的选择，从而后悔的可能性就会减少。后悔也是与责任相联系的，而责任来源于选择，买卖股票是一种重大的抉择，自然可能导致重大的遗憾。总之，投资者偏好股利而不是卖出股票来获得现金。

投资者对不同的账户有不同的风险偏好。对于避免损失的账户，他们表现为高风险厌恶；对于追求潜在收益的账户则表现为低风险厌恶，甚至是风险寻求。现实中，人们常常错误地将一些资金的价值估计得比另一些低。对现实投资而言，美元股利与美元资本利得是有区别的，因为他们在心理上将资金存入了不同的心理账户中。投资者会认为股利是真正的所得，是用来作为每年的生活基本开支的，而资本利得是“意外之财”。股东要求分红是因为他们认为股价下跌是资本账户的损失，公司取消分红则是股利账户的损失，而投资者将现金股利看作是保证安全的一项收入。当资本收益较低时，投资者可以从股利中寻求慰藉；当资本收益较高时，股利和资本收益能被个人随意选择享用。

自我控制说认为，现实中受情绪等心理的影响，人类的行为不可能是完全理性的，有些事情即使会带来不良后果，人们还是不能自我控制，如吸烟、酒后驾车等。大多数个人一方面对未来有其长期规划的目标，另一方面又有着实现当前需要的欲望。现实投资者并非传统财务学框架下的完全理性人，他们不具有完美的自控能力，容易屈服于各种诱惑。对于缺乏自我控制能力的人来说，如果将预备用于未来之需的资金购买股票，且规定只将股利而非资本利得作为提供当前消费支出所需的货币，这种规则就大大降低了对意志力的要求，从而减少了由于可能的意志薄弱带来的损失。经常出售小额股票的不便利和相对较高的交易费用在一定程度上阻止了原始资本的变现，限制了当前消费所能动用的资金，股利政策实际上为他们提供了一种外在约束机制。

行为财务经理层非理性下的公司财务行为

尽管公司的治理结构以及各种激励措施可以在一定程度上使得经理层按照公司股东价值最大化的目标进行管理与决策，但行为公司财务学认为，管理者决策的偏误并不仅仅是代理问题所产生的，更主要的原因在于经理层自身是非理性的（如过度自信和乐观）。在这种情况下，即使经理层仍然采取基于价值的管理，但自身难以避免的认知偏差和情绪影响使得他们难以达到“真正的理性”。下面我们主要讨论经理层的过度自信与过分乐观对财务决策的影响。

使用严格的财务分析方法作决策的经理人有时会表现出过度自信。经理层的过度自信往往导致高估投资的收益，而忽视投资的风险，从而容易导致投资决策失误。

对资本预算做出过度自信的决策主要由两个因素引起。第一个因素是认知控制。心理学家指出，认知控制的增加与对风险觉察程度的降低相联系，这种情况在男性中表现得尤为明显，尤其是在需要使用技术来进行合适的风险管理决策时。比如当年摩托罗拉公司的铱星计划，管理层只与一个工程师团队商讨了两个小时，在对项目伴随的风险分析不充分的情况下就接受了铱星计划。第二个导致管理层过度自信的因素是计划制定与风险管理的不足。在谈到风险时，人们一般都不会去想看不见的风险。因此，当人们认为的风险少于其所实际面临的风险时，就会变得更加自信。还是以摩托罗拉公司的铱星计划为例，当时公司的管理层低估了与客户数量相关的风险。铱星公司的目标市场由经常进行国际旅行的商业管理人员构成，其潜在客户大约有 100 万人。尽管有 100 万的潜在客户对产品进行过咨询，但订购者仅仅只有 10 万人。为什么会这样呢？答案就要在以下四个方面：

①设计者们发现，人们一般在室外而非室内打手机。这项技术性难题是之前完全没有预料到的。

②手机技术的竞争。1996 年，手机相当昂贵，仅仅为少数技术人员拥有。然而十年后，当铱星公司将其服务引入市场时，手机已经非常普及了。

③规格。铱星公司的电话比一般手机要大得多且需要长天线才能使用，用起来很不方便。

④价格。铱星公司的每部电话价格超过 1000 美元，而当时手机的价格大约在 500 美元左右。此外，它的使用费很高，每分钟话费为 5 美元到 10 美元之间。

另外，亨德里克（1994）和亨德里克（1994）都认为，过度自信的经理层会认为股权融资成本过高，同时他们又不愿意通过债务等外部融资来进行投资，因而只能依赖于公司的现金流。这就可能导致公司被迫放弃一些净现值为正的项目。所以，以上两种情况的过度自信表现都将损害公司的长期利益。

过分乐观导致经理人对项目的现金流产生向上的偏差预期，它是一种系统性的偏差。例如，当年被公认为美国最为昂贵的交通干线项目的波士顿隧道大挖掘工程，在 1993 年获批的时候预估费用为 10 亿美元，但随着项目临近 1997 年的完工期，最终成本达到将近 15 亿美元。对于交通运输基础设施项目来说，平均的实际成本一般高出预估成本 15 个百分点，并且每 10 个项目中就有 9 个存在成本低估的情况。而对收益的预期同样存在过分乐观的现象，欧洲的铁路项目中，实际的乘客平均比预估数量低 15 个百分点。

资本预算过程中的过分乐观是广泛且致命的。原因很多，下面描述一些主要原因。

①控制。认知控制影响着乐观的程度（以及过度自信的程度）。经理人员开始时能认为自己能够控制工程和项目的支出，但往往实际结果大大超出预想。

②熟悉和代表性。当人们面对的情况是他们熟悉的情况时，他们容易过分乐观，并且常常将自己想成那种情况下的成功人士，即熟悉性。这实质上是可得性偏差的一种表现形式。比如，在摩托罗拉的铱星计划中，管理层对无线电话通信相当

熟悉，从而认为自己是电信行业的代表性赢家。

③良好愿望。项目规划者常常认为他们的预测是最为乐观的情况，而非介于最悲观和最乐观之间的情况。这就是一种愿望，对结果的欲求越大，人们就会越乐观。

经理层的过度自信与过分乐观的心理同样会造成非理性的并购行为。在对兼并和收购的传统看法中，价格是有效的。因此，在假设企业依然保持独立的前提下，进行收购活动的企业和被收购的目标企业的市场价格都是与各自的基础价值重合的。但是，收购企业和目标企业之间的兼并活动隐含着两者的协同效应。从理论上讲，收购方企业的股东将会通过以市场价值对目标企业进行支付的方法在收购活动中捕捉这种协同效应。所以说，如果协同效应为正，那么收购方企业的经理人只需要跟随收购进程即可。更进一步讲，由于财富是可替换的，并且所有资产都被正确定价，因此，两家企业的股东对于用现金和股权相结合的方式为收购活动进行融资的表现无差异。

在并购活动中，并购对象价值往往用托宾 匝值来衡量。托宾 匝为公司股票的市值与重置价值的比率。托宾 匝既取决于公司的内在价值与相应的重置价值，又取决于人们对该公司未来成长性的预期，同时还会受到市场股票价格的整体水平的影响。在一个有效的市场中，股票价格能完全反映公司的内在价值，其托宾 匝将趋于理性水平，但在一个非有效市场中，股票价格偏离公司的内在价值，以托宾 匝为依据进行公司价值估计必然会影响并购行为。既然市场是非有效的，公司股价并非完全由其经营业绩决定，那么，就会增加经理人在进行并购决策时的代理成本和行为成本。一方面，经理人不从公司长远发展角度考虑，仅通过炒作并购重组概念、公布并购消息以刺激股价上涨获得短期收益，或购买股价被严重低估的公司股票，不经整合只待易手获利；另一方面，经理人过分看重自己掌握的信息和自身的管理能力，相信通过收购扩张能挽救处于困境的公司，即使不被市场看好也认为是遭遇低估，这体现了其决策过程中的过度自信和证实偏差。于是，公司外部市场的非理性与内部决策者非理性共同引发了有损公司价值的并购行为。

过度自信和过度乐观往往是公司进行非理性、大规模并购的心理动因。由于过度自信的存在，经理人会过于重视自己的主观判断而轻视已披露信息揭示的客观情况（尤其当信息完全时），对凭借个人努力获得成功过度乐观。人们尤其对他们自认为是能控制的结果更为过度自信。从事并购的经理人显然正在取代目标公司的管理者，成功的并购实质上加强了经理人目前的地位和工作前景。因此，他可能在对结果控制的幻觉并低估最终失败的可能性。因此，经理人在进行并购决策时很容易受过度自信心理的影响，相信并购行为能挽救经营不善的目标公司，给其带来奇迹，实现管理协同效应，或是对并购活动的投资收益持过分乐观的态度，认为其智慧的并购决策能给公司带来收益，或是认为自己掌握了可靠信息，找到了市场价值低于内在价值，即价值被低估的目标公司，意图实施并购。相对于代理成本理论建立在经理人以追求自身利益为前提的假设上，过度自信的经理人仍认为他是以股东

利益为前提进行决策的，故其对传统的以激励为基础的补偿方式没有反应，如对大量的股票收益没有反应。因此，即使限制了经理人由于代理问题出现的不利于公司发展的并购决策，将经理人的目标与股东的目标整合一致，经理人也会因其过度自信等非理性心理做出有损公司价值的并购决策。

猿源 团队财务决策

大多数时候，公司的财务决策并不是一个人单独可以决定的，往往需要集体讨论做出。这是涉及到了财务决策的团队性问题。个体在做出决策时会出现心理偏差，同样的，由于各种原因团队在做出决策时也会时常出现偏差。这些偏差同样会导致公司做出不合理的财务行为，给股东利益带来不利影响。这一节我们将讨论团队财务决策的步骤、模型，以及经常会出现的偏差。通过对这些内容的讨论，我们希望在财务团队做出决策时可以尽可能地避免偏差的出现。

猿源.1 团队财务决策概述

随着公司面临的财务目标、问题和任务的类型的变化，个人、团队和外部群体之间的独立程度也相应改变，个人和财务团队都会产生相应的财务决策。如果个人或团队财务决策方式使用不当，将使公司股东蒙受额外损失。有时团队财务决策形式是不必要的，采用这种形式是一种浪费，因为参与者的时间可以更有效地用于其他公司的财务任务。不恰当的团队决策方式也会产生无聊感，导致成员感到时间被浪费，并挫伤他们的积极性。反过来，个人对公司的财务决策不恰当使用可能产生低劣的合作，创造力下降和无效决策。总之，在以下这些情况下，团队进行财务决策最有可能优于个人进行决策：

- ①对于目前的任务，团队中信息、经验和方法越多样化越有利。
- ②接纳已做出的决策对有效进行决策是关键的。
- ③强化某些建议的价值而不是遵从权威，在公司财务团队工作过程中表示出对彼此的尊敬，以上两种情况下，参与显得尤为重要。
- ④在完成的过程中，公司财务团队成员需彼此依赖。

猿源.2 团队财务决策步骤与自我管理团队的财务决策模型

图 猿-1 展示的是当一个团队被授予较多自主权时，有效的自我管理团队的决策模型。这一模型将提高团队的决策水平，它建立于公司财务团队已达到运行阶段的假设之上。

(员) 阶段 陨 定义财务问题

在阶段 陨中，公司财务团队应充分地探索、识别、定义公司面临的财务问题。团队成员可能认为自己了解公司的投资或融资方面的问题，但或许他们是错的，他们看见的只是一个症状或问题的一部分。甚至当团队已正确识别公司的投融资问题时，仍需要收集更多更详细的财务信息以进一步严格地定义这些问题。因此，财务问题定义的关键部分是关于公司的信息的产生和收集。问题定义同样要求财务团队

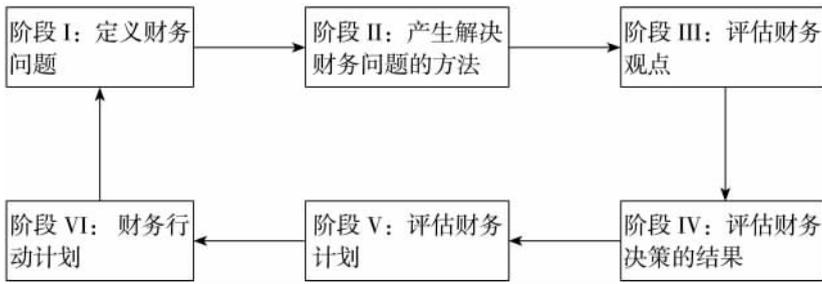


图 苑-员 团队财务决策

识别通过解决问题想要达到的财务目标，如进行一项投资、发行证券融资等。当成员明确了目标时，他们能更好地识别公司财务问题是否真的存在。假如财务目标还没有搞清楚的话，应优先分配精力来解决它。

（圆）阶段 隰 产生解决财务问题的方法

阶段 隰属于产生观点的过程，它鼓励成熟的结论。如果财务团队是解决方法倾向而不是问题倾向，它有可能采纳第一个出现或其中一种解决方法。假如财务团队能考虑更多的观点或可能的解决方法，最终采用的方法将合理得多。越鼓励创新和产生新观点，财务团队就越有可能找到潜在的合理方法。

（猿）阶段 隯 评估财务观点

此阶段致力于评估财务观点和各种可能性，从而产生可行的财务解决方法。即使一个可能的财务方案不能独立奏效，它可以为公司的财务决策提供一定的价值。因而公司的财务团队应当花费时间来综合各种可能的财务方案中最有价值的部分，并谨慎地评估每种可能性。不要简单地拒绝一些较差的财务方案（这有可能使提出它们的成员产生消极情绪），应该挑选出若干优秀方案，集体研究直到大家都能同意并意识到有进入下一步的需要。

（源）阶段 隰 评估财务决策的结果

当收集到足够的关于财务方案如何实施的信息时，一个自我管理的财务团队进行阶段 隰并综合评估产出。产出表示财务问题是否解决。如果公司的财务问题或其中某部分问题依然存在，财务团队需要重复先前的步骤，收集财务信息，甚至重新定义财务问题，产生新观点或者重新考虑先前曾拒绝的财务方案。这一阶段同样包括对成员一起工作的情况作一次回顾和评估。成熟的财务团队能够开放地、建设性地从产出中学习。

（缘）阶段 灾 评估财务计划

阶段 灾将为团队财务决策能力的发展提供巨大潜力。为了利用这个机会，财务团队成员必须决定所需的财务信息类型，以及谁将得到它，什么时候收集它。财务团队决策常在阶段 灾停滞不前，失去了从经验中学习的机会。如果一个方案是个极大的成功，成员应能够从中获益，了解什么促成了成功，从而能将它合适的时候应用于解决其他财务问题。假如一个财务方案完全失败了，团队成员会感觉到他们的努力被抹杀了。

一个自我管理的财务团队成员了解到错在哪里就不会在将来犯同样的错误。在财务实践中，并没有特别成功或特别失败的方法。牢记所发生的事（吸取以往的经验教训），成员由此所取得的点滴进步对将来财务问题的解决有巨大的帮助。诊断不是建立在猜测的基础上的，而是建立在有关行为结果精确严格的信息之上的。

(远) 阶段 灾陨 财务行动计划

阶段 灾跑 包含决定财务计划顺利开展的行动。自我管理的财务团队应当能预料实施中产生的问题并制定计划召集那些到时能提供支持的相关人员，并分配财务行为的责任。只有当财务团队成员决定了何人何时做什么事，大家一致同意的财务方案才能实施。

团队财务决策的有限理性模型

有限理性模型描述了理性财务决策模型的缺陷，强调财务决策团队实际使用的决策过程。这个模型有助于解释为什么不同的团队在同样的财务信息的情况下却做出不同的财务决策。如图 苑-圆所示，有限理性模型反映了人们倾向于：①选择比最好的财务目标或方案要差一点的财务方案（亦即满意就可以了）；②对备选财务方案只作有限的搜索；③拥有的财务信息并不充分，对影响财务决策结果的内部外部环境因素不能很好地控制。通过这个模型可以看到，对于决策者而言，不管投入了多少时间和资源，要获得关于有效备选方案的或一些行动结果的完整信息也许是不可能的。

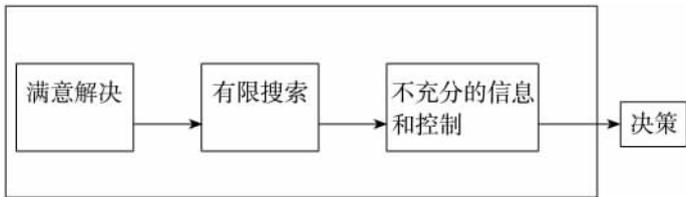


图 苑-圆 团队财务决策过程

(员) 满意解决

满意解决是指选择一个可以接受的，而不是最优的目标或备选方案的一种倾向。在这里，“可接受的”意味着比起最好的方案而言，更容易确定和达成，将引起更少的争论，或者在其他方面更安全。例如，利润目标经常被量化，比如 员豫 的投资回报率或者来年 缘豫 的利润增长率等。这些目标也许不是可达到的最大的目标。事实上，它们可能很少能反映高层领导关于可行目标的看法，那就是，目标应该是富有挑战性的，但并不是很难达到的。

(圆) 有限搜索

财务团队在考虑备选方案时，经常会对问题的可能目标或方案作有限的搜索，直到他们发现了一个似乎合适的方案。例如，公司在寻找净现值为正的投资项目时，他们可能评价某特定行业内所有可能的投资项目，但当他们获得决策所需要的所有信息时，可能早已错过了最佳投资时机。在有限理性模型中，财务团队一旦发

现了一个可接受的财务目标或解决方案，就会立即停止对备选财务方案的搜寻。

（猿）不充分的信息和控制

决策者经常缺乏有关财务问题的足够信息，并且经常面临他们所不能控制的环境力量。这些因素都会以一种难以预料的方式对他们财务决策的结果产生影响。

决策规则是有限模型中的一部分。它们提供迅速而简易的方法来达成一项财务决策而无需详细的分析和搜索。它们能被明确地描述出来，并且很容易应用。个人和团体普遍使用的一种规则就是字典规则。它就是按照和字典同样的方式来对项目进行排序：一次一个标准（类似于一个字母）。字典规则赋予第一个标准最大的权重。只有当第一标准被公认为是最重要的时，这种做法在财务决策中才有效。

猿猿 团队决策中的问题

许多偏见会影响决策，包括风险偏好、问题构架、可获得性偏见、证实偏见、选择性知觉偏见、小数规则以及群体思维。

猿猿 风险偏好

风险偏好是指个体或群体在预期的结果不能确定时，做出决策还是逃避决策的倾向。一个厌恶风险的个体或团队关注的是潜在的负面结果。相对于获利的可能性而言，损失的可能性被高估。因此，决策者需要较高的获利可能性才能容忍失败的可能。相反，偏爱风险的决策者关注的是潜在的正面结果。相对于失败的可能性而言，获利的可能性被高估。风险偏好者只要有较低的获利可能性，就能容忍失败的可能。从希望逃避不快结果的角度来看，一些决策也是可以理解的。一种选择也可能对个人产生一些威胁，因为不好的结果会削弱决策者的专业技能感，为组织带来问题，甚至会让决策者降职或解雇。大多数个人对风险偏好都较低。他们购买各种类型的保险来逃避大而未必发生的风险。他们把钱存进银行，购买货币市场基金，以逃避股票与证券波动大的风险。一般来说，他们喜欢能产生满意结果的决策，而不太喜欢有风险的决策，虽然后者会有与前者同样的或比预期更好的结果。

猿猿 问题构架

问题构架是指倾向于用积极的词语还是消极的词语来解释问题。处于有利环境的个人倾向于厌恶风险，因为他们认为有更多的东西要损失。相反，处于不利环境的个人倾向于认为他们几乎没有什么东西可以损失，因此偏爱风险。关注潜在的损失增加了风险的重要性。相反，关注潜在的获利减轻了风险的重要性。这样。一个被积极界定的情境助长了冒险行为，因为它使管理者的注意力集中在机遇上而不是失败的可能性上。

猿猿 可获得性偏见

可获得性偏见是指个体倾向于因回忆起一个事件中的某些场景，而高估它发生的频率（反之亦然）。如果你曾经经历过一起严重的车祸，你可能就会高估这类事件发生的频率。这种类型的偏见也可以这样来表达：不在你视野中的经常就不在你的脑袋里。换言之，个人经验对解释结果的概率比起其应起的作用要大得多。

证实偏见

证实偏见是指个体倾向于搜寻那些支持对情境最初解释的信息，而回避那些和最初解释矛盾的信息。不幸的是，问题越不确定和复杂，越容易发现这种支持一边的情况。在搜寻积极信息的同时，也搜寻消极信息，就会减少这种偏见。无论何时，信息来源的可信度不高，而证据又被认为具有很强的说服力时，过分自信就可能发生。

选择性知觉偏见

选择性知觉偏见是指人们倾向于看到他们所期望看到的东西。人们搜寻与他们观点一致的信息，而不重视与他们的知觉相冲突的信息。

小数规则

小数规则是指倾向于认为几个案例或样本就能代表一个更大的总体（几个样本“证实这个规则”），甚至它们不能代表时，也是如此。

群体思维

群体决策是科学决策的基本方式，但不等于科学决策。在群体决策时，即使由经验再丰富的管理者组成的团队也有可能犯下幼稚的错误，共同选择一个失败的决策，并带来灾难性的后果，这就是所谓的群体思维陷阱。群体决策中决策成员因某种原因而追求表面一致，导致决策失败的思维方式，原因包括决策组织结构、决策成员心理、决策氛围和决策成员利益。

决策组织结构的同一性越大，如年龄结构、教育背景等，决策成员之间越容易出现群体思维的现象。团队成员微妙的心理变化也是导致群体思维的重要因素。比如：因职务高低、位置主次而产生的尊卑心理；因资历深浅、年龄大小而产生的压抑心理；因担心与其他成员的观点分歧过大，会遭到反对，从而影响“团结”的猜疑和徘徊心理；意见领袖因职位或其他方面的优势而产生的自负心理；随大流不出头的从众心理；一起共事，以和为贵，不能伤了面子的求同心理等等。这些心理现象促成了群体思维的表征。而企业的文化和决策习惯、团队决策实行方式、外界影响力等都可能影响决策氛围，诱发决策中的群体思维，影响财务决策的成败。任何决策都难免与决策者的利益发生联系。在决策团队内部，权力的分配不可能绝对平均，难免会出现一个或数个占有优势权力资源的领导者。某些情况下，这些领导者的权力如果得不到很好的制约，其他权力资源占有较少的成员通常会以“服从带来利益”为行动指南。特别是决策涉及到决策领导者的利益，除考虑问题的解决外，无形中还会考虑到决策领导者利益的保护，决策团队成员各自出于不同的考虑，可能导致决策更高的“一致性”。更有甚者，决策团队成员将决策权当作利益以某种潜规则进行分割，那么整个决策会变成一种畸形的群体思维。

公司的财务团队在对公司的投融资项目进行决策时，很多时候也不可避免地会出现群体思维，从而做出意见“高度一致”、“一团和气”却是有损于公司股东利益的财务决策。那么，怎样防范团队决策中的群体思维？下面就这个问题作一些讨论。

第一，要树立正确的团结观。一个决策团队应该讲团结，讲容忍，讲谅解，但不能一味讲“和气”，混淆是非界限，降低团队决策的力度。良好的决策氛围非常重要，决策成员要敢于坚持公心、坚持是非原则、坚持组织程序，努力营造“和而不同”、“争而不吵”，能够自由发表自己看法的决策氛围。

第二，提倡决策过程中的合理冲突，促进思维碰撞。决策过程中的合理冲突是思想的碰撞，而不是情感的冲突。决策团队在提倡决策过程中的合理冲突的同时，要注意引导和规范这种冲突，将其限制在会议中，限制在个体决策的观点上，使团队成员在观点上的争议成为生活、情感上联系更加紧密的纽带。

第三，补偿决策过程，优化决策程序。群体思维会导致团队决策不能按照理性的程序进行，因此，群体思维现象有时也被认为是一种“过程损失”，如收集各方面信息不足，缺乏决策酝酿，会议讨论不足，没有必要的决策反馈等。决策前，要注意多方收集信息；讨论时避免事先偏好某一方案，特别鼓励并勇于倾听不同的、反面的意见；方案实施时要建立反馈机制，随时分析新情况、新变化，及时进行方案调整。另一方面，在优化决策程序上也有一些措施，比如，将团队分成若干独立小组，分别聚会决议，然后再全体聚会，交流分歧，进行二次会议，指定一位或多位成员充当反对者的角色，专门提出反对意见等。

第四，加强内外沟通，进行智力引进。充分听取集体决策参与者以外的相关专家和群众的意见，反复论证。必要时，要充分发挥科研机构、咨询机构以及学者的作用，共同做好重大财务问题的决策。

在这一章中我们讨论了行为公司财务中的一些问题，当然仅仅一章的篇幅不可能涵盖行为公司财务中的所有方面，这里只给读者一个粗略的概览，让读者明白行为公司财务的研究范畴，为以后进一步地深入学习提供基础。

关键词

有限理性 心理偏差 投资者非理性 经理层非理性 群体思维

思考题

举例说明过度乐观与过度自信的区别。

举例说明框架效应。

投资者的非理性对公司财务决策会有哪些影响？解释影响的路径。

经理层的非理性对公司财务决策会有哪些影响？解释影响的路径。

团队财务决策行为中可能会出现哪些心理与行为偏差？

案例分析

悦来公司

20世纪80年代早期，大型电脑企业悦来公司的制造部门开始研发一种被称作悦来的专业操作系统。悦来系统可以帮助公司的销售代表在提供报价之

前做出无差错的配置。从传统观念来看，配置差错曾经一直是公司销售代表的主要问题。该项目的负责人对此期望很高，汤姆·琼斯（裁皂允燥）和乔治·史密斯（颢燥再皂皂燥）计划将悦燥燥系统的开发建立在他们早期成功完成的一个项目上，该项目被称为灾燥燥。

琼斯和史密斯邀请了一小部分销售代表加入到项目的开发团队中来。在员愿年员月 和 员愿年 圆月之间，这部分销售代表对悦燥燥系统的印刷版进行了使用并提出了很多不满。他们指出，悦燥燥系统与销售人员通常用以报价的操作系统不兼容，该系统反应过慢并且界面不友好。

琼斯和史密斯答应对这些不满之处进行改进并争取在 员愿年使悦燥燥系统在销售部门应用。员愿年，项目团队进行了一项现金流折现分析，这次分析指出项目在 员愿—员愿年的五年中净现值为源燥园万美元（折现率为圆燥）。这五年间项目的运作和开发成本计划为员燥园万美元。

在 员愿年年底，悦燥燥系统依然没能在销售部门得到使用。参与项目的销售代表们抱怨说，项目工程师并没有考虑到他们所提出的意见。但是团队中的项目工程师依然对这个项目抱有热情。项目团队一致同意继续进行这个项目并以悦燥燥系统的全盘落实为目标。员愿年，项目工程师终于成功地将悦燥燥系统与报价系统连成一体。不过，使用这个系统的那些销售代表们发现，使用它进行报价所耗费的时间比不使用的还要长。

要注意的是，员愿年公司对该项目进行了又一次财务分析，分析显示悦燥燥系统的净现值为缘燥园万美元（折现率为圆燥），时间为五年期（员愿—员愿财务年度）。

回过头来看，悦燥燥公司的管理层将琼斯和史密斯的行为描述为：

当我们将这个领域的人进行调查的时候，我们得到信息并不是琼斯和史密斯所想要听到的，但是他们对这些信息的否决非常有力。他们的反应是：“错误的答案，我们不喜欢那些答案。”他们没有听取任何的消极反馈。当我向史密斯提到那些消极反馈时，他相当反感。所以我们不得不离开并着手进行另外的调查。有时候他会要我们回头重新对同样的群体进行再次调查，即使反馈信息依然是消极的，琼斯和史密斯还是认为这个项目有着积极的方面。

员愿年对项目进行的第三次财务分析指出，悦燥燥系统的五年期（员愿—员愿财务年度）净现值至少为源燥园万美元。到 员愿年为止，悦燥燥系统已经能够牢牢扎根于销售领域中。许多不属于制造部门的管理人员质疑悦燥燥系统是否应该被废弃。下列论点都是争论的典型意见：

我向公司的三位副董事长写了便条。我不能停止它，这是一项神圣的项目。

在公司内部有许多强有力的拥护者，我的争论像是聋子的耳朵。

我的看法是基于用户模式，我并不认为如果我们在明天将悦燥燥系统变为废物，有人会想念它。

如果悦燥燥公司已经在这个项目上花费了上百万美元，那么我们实实在在

错失良机了。我认为我们应该立即收手。

那些负责开发悦越系统的人是在自寻死路。我们有证据证明悦越系统没有成功而是悲惨地失败了。问题在于没有人希望终结它。

另一方面，曾经在项目开始之初参与项目团队的一位经理人认为项目应该继续进行下去，他说：“我不认为我们想要丢弃悦越系统。我不想丢掉十年的努力。”

1990年，琼斯去世，而史密斯则离开了悦越公司。一位新上任的副董事长评估了悦越项目的价值并下结论：“我们在做什么？我们在将大把的资金投入到了一个没有人真正需要的东西上。停止吧。”项目因此被终止。随后，经理人提供了他们对于悦越系统为何会被采用和推广使用的原因的看法。一位经理人说道：

我所看到的是，琼斯和史密斯在悦越项目上取得了成功并称我们可以再次成功。我想这是乐观的看法，这是一项新的技术，我们能够将它应用于所面临的问题中并产生我们想要的结果，尽管有时候我们并不能预测结果怎样。所以说这里面存在着一种类似于技术性乐观的情绪。

另一位经理人提供了如下观点：

即使我们有时从销售部门得到的反馈是相当冷淡的，但是这个项目还是被作为一个研发项目进行开发。只要琼斯掌管着公司，悦越系统就不会得到检查。在1985年以前这个项目都没有进行正式的预算审核流程。高层管理人员对技术过于迷信导致他们完全忽视了数据而持续地对项目进行融资。

问题：

列出你从悦越案例中发现的行为特征，并指出这些行为特征分别在案例的哪些地方体现。如果你认为某种特征在案例中多次出现，那么请将每一处单独列出。

讨论悦越案例与本章中描述到的哪些例子之间存在着哪些相似之处。

延伸阅读文献

[美] 赫什·舍夫林：《超越恐惧和贪婪——行为金融学与投资心理诠释》，贺学会主译，上海，上海财经大学出版社，2004

[美] 赫什·舍夫林：《行为公司金融——创造价值的决策》，郑晓蕾译，北京，中国人民大学出版社，2007

饶育蕾、张轮：《行为金融学》，上海，复旦大学出版社，2007

[美] 斯蒂芬·P·罗宾斯等：《组织行为学》，俞文钊、丁彪等译，上海，华东师范大学出版社，2004