

如何创造价值？

作者：Jean Estin

Estin & Co 总裁

在过去的 10 年中，尽管经历了两次经济金融危机，但是欧美股市的股东总回报率¹仍然高达每年 8%（平均通胀率为 2%）。其中，我们抽样调查的 250 家大型欧美企业²达到了每年 10% 的股东总回报率。

那么在过去的这 10 年中，这些价值是如何被创造出来的呢？

经济增长对价值创造的贡献

过去十年中，全球经济增长率保持在每年 5% 的水平，其中欧美国家的经济增长率为 3%。这在一定程度上帮助欧美企业创造利润，欧美股市的年股东年化收益中约 40% 来自于此。而其余 60% 则得益于利率的下降³。过去十年以来，十年期国债的利率从 4% 下跌到 2%。相应地，从 2005 年年底到 2015 年年中大型上市公司的市盈率也从 16x 增长到 19x。

这些数字和我们在过去 25 年中所观察到的数据完全一致。2005 年，在艾思廷所进行的一项调研中，我们分析了 1990 年至 2004 年在欧美主要股票市场上市的公司的股东总回报率，发现这十五年中的年平均股东总回报率是 8%。其中主要的 220 家公司产生的年平均股东总回报率是 10%。经济增长对于创造价值的贡献率略低于 40%，利率下降的贡献为 60%。

在过去的 25 年中，欧美股票市场中超过半数的价值增长来自于利率大规模的持续下降。当利率停止下跌并保持其他因素不变，欧美企业的价值增长将下降一半，接近全球经济的增长速度，由原先的年均 8%-10% 下降到 3%-5%。

同时，在这过去十年的经济增长率中，新兴市场国家的贡献率高达 54%（仅中国就占 25%），而这一份额在 1989 年至 2004 年间仅为 25%。

综上所述，我们可以得出一个简单的结论：如果没有利率的下降和新兴市场国家的经济增长，欧美股票市场在 2005 年至 2015 年期间的价值增长将几乎为零。

选择正确的行业和正确的地域市场

从 2005 年艾思廷所进行的调研结果中，我们可以获得一个重要的发现。1990 年至 2004 年间流行的传统公司战略只能够帮助处于具有强劲潜在增长力的行业中的企业实现价值增长，比如信息科技及软件，金融服务，快速消费品，石油及天然气产品和服务等等。对于结构不合理的低增长行业，突破性的战略（新商业模式，新定位，新产品，新服务，等等）才是唯一有效实现价值增长的方式。

本项研究结果证实了以下三个主要的观察结果：

- 选择正确的行业方向依旧起到关键性作用：在毫无增长动力或已经高度饱和的行业中实施战略是毫无意义的。然而，在过去的十年间，增长强劲的行业不断改变。如今增长形势大好的行业和十年前增长强劲的行业早已大不相同（见表 1）。
- 选择正确的国家/市场已经成为关键影响因素之一。过去十年中，新兴市场国家在全球经济增长中所占份额日益增加，这和从前完全不同（见表 2）。
- 在过去 25 年中，极少数企业的价值增长率实现了高出股票市场平均市值增长 50% 的快速增长（相当于平均股东总回报率达到 15%）。面对经济周期循环，行业增长的波动，行业

¹ 股东总回报率 (TSR)：一种计算上市公司投资回报的方式，等于资本收益加上股息

² 抽样调查了 250 家能代表股票市场市值的大型公司（主要集中在北美和欧洲公司，以及部分日本公司）

³ 年化股东总回报率中股息的增长和由低增长率导致的估值下降相互抵消

间的最终替代以及区域增长率的差异化等挑战 (见表 4) , 这些企业是如何实现如此快速和稳定的增长的呢 ?

- 表 1 -
股东总盈利 (年化股东投资总回报率)

	1989-2004	2005-2015
数字产业	n.a.	29%
生物技术	n.a.	25%
服装纺织	9%	19%
奢侈品	n.a.	16%
传媒广告	5%	14%
消费品	14%	14%
食品饮料	11%	13%
医药化学	10%	13%
资产管理	n.a.	13%
工业品	8%	12%
汽车	5%	11%
物流	11%	9%
通信	6%	9%
信息技术 (软件)	15%	8%
医疗设备	n.a.	8%
建筑工程	4%	7%
公用事业	6%	7%
航空	1%	7%
石油天然气	12%	7%
商品期货	8%	6%
酒店及旅游业	n.a.	5%
保险	n.a.	2%
银行	14%	1%
均值	10%	10%

*选择正确的行业*依旧起到关键性作用。在过去十年间表现最好的是那些和数字经济相关的行业 , 实现了年均 29% 的股东总回报率(见表 1)。另一方面 , 尽管金融服务行业在 1990 年至 2004 年间曾是高速增长的行业之一 , 在过去十年该行业仅实现了年均 2% 的股东总回报率。

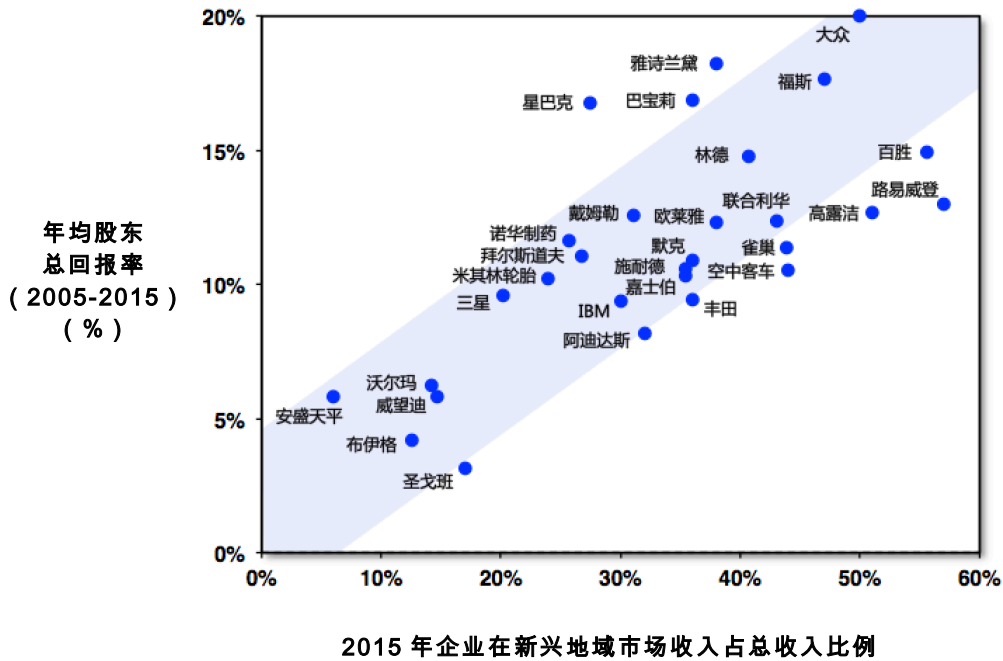
科技创新、新的消费模式、以及新兴市场国家中产阶级的大量兴起 , 无疑是驱动行业增长并创造价值的因素。然而其他因素 , 比如产业结构、行业准入保护性政策、领导价值、盈利能力、以及融资能力等等也非常重要。这些因素约束着行业增长。

*选择正确的地域市场*在过去十年间已经成为决定价值增长的关键因素 , 这一点和 1989 年至 2004 年间的情况非常不同。除了在所有国家地区都迅速增长的数字产业之外 , 大型欧美集团在过去十年间的增长和他们从经济增长强劲地区获得的收入占总收入的百分比息息相关(见表 2)。

综上所述 , 我们可以得到另一个简单的结论 : 想要在过去十年里实现价值的增长 , 要么成为数字经济产业中的领军企业 , 要么成为中国等新兴市场中的领军企业。

相反地，过去十年间大型集团在发达国家和成熟行业中并没有创造出新的价值。从结构上分析他们未来也已经很难在这些市场中实现价值增长。面对这样的困境，企业管理团队应该采取什么行动呢？

- 表 2 -
在新兴地域市场开展业务的大型欧美企业



从 1989 年至 2004 年与 2005 年至 2015 年的这两个时期的数据对比中 (见表 1)，我们能够发现很多有价值的信息。极少数行业能够在较长时期内实现比平均经济增速更高的价值增长。其中一些行业呈现周期性态势 (如石油及天然气产品和服务行业在 2014 年恢复到上升周期)。另一些主要是工业设备行业，这些行业的增长动力在 9 到 15 年后随着市场趋于饱和而逐渐停滞 (建筑工程及基础设施产业)，还有一些行业在经过了前一阶段过快的扩张期后不得不进行大规模的重组 (金融服务业)。只有那些已经渗透到不同客户群以及不同成熟度的地域市场的行业才能够实现长期的价值增长 (消费品)。

欧美市场的价值增长浪潮已经持续了 25 年。尽管期间经历了经济金融危机，但新的行业、部门和区域市场的增长仍然带来了或长或短的增长浪潮。

这些结论对于制定企业战略显然至关重要。一直局限于狭义的一成不变的区域市场和业务范围内，显然是无法实现股东财富的持续增长的。不管在什么时期，几乎没有一个行业真正能够实现长期 (15 年及以上) 价值增长，并值得企业只专注于在该业务领域内。某些消费品行业通过不断占有新兴的地域市场来实施这种专注于单一业务的战略并取得成功。在未来的十五年里，这种战略会在哪一类业务领域内获得成功呢？

投资正确的业务，并将这些业务拓展到不同地域市场，能够重新定义并扩大业务范围，同时根据长期发展潜力权衡不同的业务和地域市场的重要性，管理周期性业务，对夕阳产业进行业务重组，能够完成以上这些战略布局的能力，远比那些不一定能取得成功的经营战略或者业务管理技巧要重要得多。

经营战略

过去十年间增长最快的数字行业中，股东总回报率最高的是 Priceline (股东回报率为 48%)。苹果公司的平均股东总回报率达到 37%。而同时，许多企业面临破产或很低的股东回报率。比

如亿贝 (eBay) 的股东总回报率在过去十年里仅为 6%，雅虎的股东回报率仅为 1%。

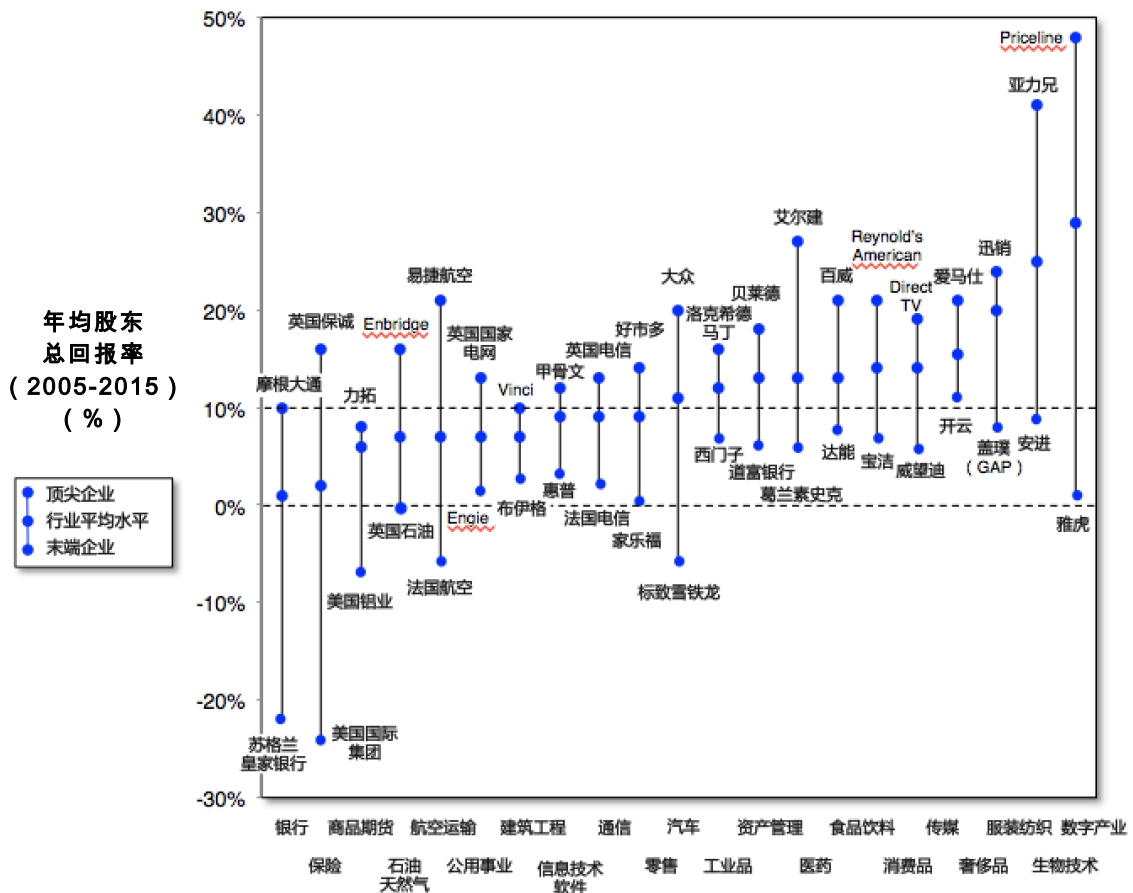
在总体增长表现最差的金融服务行业中，不同企业的业绩表现也呈现很大差异。造成这些差异的原因有很多，例如不同的业务领域 (资产管理、保险、综合银行等)，细分市场，地域市场，竞争对手 (安联保险和美国国际集团，摩根大通，花旗集团和苏格兰皇家银行等等)。

在所有行业中，行业领军企业比其竞争对手的 股东总回报率高至少 10%。某些行业这一差值甚至可以达到 47% (见表 3)。

无论什么样的行业背景和宏观经济状况，战略选择在任何一个行业和营运管理中都是影响业绩的重要因素。经理人的附加价值就在于他们在这些战略上的选择决策，他们的运营能力和他们对改变投资组合做出的选择一样重要。

在数字行业中有一个值得注意的现象，行业中增长最强劲的企业 (Priceline，苹果公司等等) 要么专注于低成本业务 (价格比较)，要么致力于高溢价业务 (平板电脑，智能手机等)。在传统的低回报的行业中，例如航空业，发展新型低成本运营模式的易捷航空 (Easyjet) 和瑞安航空 (Ryanair) 成为更能够创造股东财富增长的企业。

- 表 3 -
股东总盈利 (年均股东投资总回报率)
 (2005-2015)



在那些具有“吸引力”的行业中(适度或强劲增长,健康的市场结构,市场的规模效应较强),大部分企业,不单单是行业领军企业,在过去十年间都能够获得15%或以上的股东总回报率(数字和生物科技,奢侈品,消费品,医疗行业等等)。

然而,那些结构不合理并且正在衰退的行业,或是在过去十年中遭遇显著低迷的行业,只有采取突破性战略或细分市场策略(区别于传统的公司战略)的公司才能够获得高于平均增长的股东总回报率(航空业中的易捷航空和瑞安航空,油气设备行业的 Enbridge)。

- 表 4 -

2005-2015 和 1989-2004 期间年均股东总收益率大于或等于 15% 的公司

		TSR 1989-2004	企业采取主要战略	TSR 2005-2015	企业采取主要战略
苹果	消费型电子技术产品	10%	增长市场的追随者	37%	创新驱动,在高端细分市场发展,整合进入零售行业
TJX	纺织品分销	21%	成熟市场的折扣经销商	21%	成熟市场的折扣经销商
爱马仕	奢侈品	19% ⁽¹⁾	定位细分市场	21%	加快地方战略,发展新兴地域市场
大众	汽车	4%	发达国家的中阶市场	20%	加速新兴地域市场的增长
Direct TV	卫星电视	10%	增长市场的领军者	19%	集中市场份额
贝莱德集团	资产管理	35% ⁽³⁾	高增长市场的领军者	18%	高增长市场的领军者
依视路	消费品	17%	增长市场的领军者	17%	增长市场的领军者/拓展至新市场和地域
保诚集团	保险	10%	投资于金融服务业	16%	在一些新兴地域市场中加速增长
家得宝	专业零售	24%	高增长市场的领军者	14%	增长市场的领军者
欧莱雅	化妆品	16%	增长市场的领军者	13%	增长市场的领军者/拓展至新市场和地域
宝马	汽车	15%	定位细分市场	12%	定位细分市场
西南航空	航空公司	20%	转变商业模式	9%	与新的行业进入者竞争
微软	软件	38%	高增长市场的领军者	8%	云技术替代传统软件,智能手机替代传统 PC
西班牙电信	通信	20%	定位在增长市场,由南美市场驱动增长	6%	南美经济衰退
沃尔玛	零售	17%	增长市场的领军者	6%	受到电子商务冲击,以及在新兴地域市场的占有率太低
道达尔	石油天然气	18%	新兴地域市场决定需求和价格	4%	石油天然气市场危机(2014-2015年)
通用电气	工业&金融	15%	业务组合战略和金融服务业增长	1%	周期性危机,金融服务业危机
诺基亚	电信设备	37%	业务组合变化	-5%	智能手机替代传统手机
戴尔	电脑	55%	转变商业模式	未上市 (-12%) ⁽²⁾	平板电脑和智能手机替代传统 PC
花旗集团	银行	25%	定位高增长市场	-18%	周期性危机,金融服务业危机

总结

在过去十年相对有利的市场环境下,即使是那些最不被看好的行业中,突破性战略(全新运

营模式、新定位、新产品、新服务)帮助所有行业中的公司实现了价值创造。然而,这些战略并不能持久。在1990年至2004年间实施了这些战略的企业在过去十年内并不能够维持他们以往的业绩水平(见表4)。突破性战略的影响很大,但并不能长时间维持下去。

通过增长及获取市场份额从而成为行业领导者的传统公司战略,只能在结构健康或增长强劲的行业中创造价值。只有在这些极少数的行业中,这种传统的公司战略才可以帮助这些企业在二十年或更长的时间内产生较高的股东总回报率。

而且,传统公司战略只能帮助大企业进行有效管理,但是无法帮助创业者。

如何创造价值?

对大型欧美企业过去十年的分析可以得出如下几条结论。

短期(5年以内)的价值增长来自于重组,利润提升(来自于规模效应,管理提升或者技术进步),周期性市场的反弹等等。

中期(10年~15年)的价值增长来自于突破性商业模式(全新的产品,技术,服务,运营模式,定位等等)。

长期(20年~25年)的价值增长来自于在具有长期增长潜力的行业中建立领导地位(在新的地域市场发展业务;拓展周边产品、客户或服务;挖掘行业增值空间;提高市场集中度等等)。同时,价值增长也来自于通过对集团业务进行前瞻性战略整合从而发掘新的业绩增长的来源。

总之,企业需要根据不同的时间跨度(短期,中期或长期),选择合适的发展战略

2015年9月

艾思廷(Estin & Co)是一家领先的国际战略咨询公司,总部位于巴黎,并在伦敦,苏黎世和上海设有办公室。公司帮助欧洲,北美和亚洲的大型企业集团的高层管理团队制定增长战略,帮助私募股权基金对投资项目进行分析和估值。