

汉 · 译 · 管 · 理 · 学 · 世 · 界 · 名 · 著 · 丛 · 书



Shareholder Value
Explained

(Second Edition)

Alan Warner, Alison Hennell

解读股东价值

(第二版)

[英] 艾伦·华纳 埃里森·黑雷尔 著

胡松译



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

汉 · 译 · 管 · 理 · 学 · 世 · 界 · 名 · 著 · 丛 · 书

第二辑

Shareholder Value Explained

(Second Edition)

Alan Warner, Alison Hennell

解读股东价值

(第二版)

[英] 艾伦·华纳 埃里森·黑雷尔 著

胡 松 译



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

北京市版权局著作权合同登记：图字：01—2004—5195号

Shareholder Value Explained(Second Edition) By Alan Warner and Alison Hennell © Pearson Education Limited 2001.

Chinese Translation Copyright © 2005 by Economy & Management Publishing House.

This translation of Shareholder Value Explained(Second Edition), The Edition is published by arrangement with Pearson Education Limited.

All rights reserved.

图书在版编目(CIP)数据

解读股东价值(第二版)/(英)华纳, (英)黑雷尔著; 胡松译.
—北京: 经济管理出版社, 2011.4
ISBN 978-7-5096-1368-9

I. ①解… II. ①华… ②黑… ③胡… III. ①股份有限公司
—股东—价值—研究 IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第061375号

出版发行: 经济管理出版社
北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层
电话: (010)51915602 邮编: 100038

印刷: 三河市海波印务有限公司

经销: 新华书店

责任编辑: 张 明

技术编辑: 晓 成

责任校对: 超 凡

787mm × 1092mm/16

9.75印张 112千字

2011年8月第2版

2011年8月第1次印刷

定价: 20.00元

书号: ISBN 978-7-5096-1368-9

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部
负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街2号
电话: (010)68022974 邮编: 100836

作者简介

艾伦·华纳是一位资深注册会计师，前埃斯瑞奇管理学院研究部负责人，也是管理培训合伙人公司(MTP)的发起人之一。他已在《时代周刊》、《今日管理》、《人事管理》以及所有主要的会计期刊上撰写了内容广泛的涉及财务、经营管理和人力资源管理文章。近年来，他的研究重点集中在独一无二的三部曲系列书上，这些书都是以小说的形式将晦涩难懂的主题转化成通俗易懂和便于运用的内容。

埃里森·黑雷尔是一名注册会计师，具有库佩斯·林布雷德公司的从业资格。她于 1995 年加盟并从事管理培训，最近她已成为一名自由职业者。

管理培训合伙人公司由三名埃斯瑞奇管理学院的高级职员发起，于 1987 年成立，现已迅速成为英联邦国家最大的高级管理培训基地之一。

MTP 设计和输出的特别培训方案主要集中在三个核心领域：财务、市场营销/市场战略、行为技能。合伙人公司拥有一大批蓝筹客户，如 Unilever 公司、英国铁路公司、英国石油公司、布特斯(Boots)公司，拥有 17 名全职教师，他们都是拥有管理经验的专家。

如需了解更多信息请联系：

马丁大厦

管理训练合伙 plc

第 3 政府法院

牛津城道路

AYLESBURY

布克斯

HP19 3EY

电话: 01296423474

传真: 01296393879

电子邮件: learn@mtpplc.com

前言

此书力图解释股东价值的概念，如何估算以及使企业股东价值最大化的途径。

本书的理论极为严谨，但我们在此删掉了通常与这一主题相关的晦涩难懂的术语和公式，最终结果是对不同的价值创造模型做一个独立评论，同时也向读者提供一些如何将这些理论运用于企业的切实可行的建议。

本书在开始对绩效评价的必要性做了阐述，并介绍了股东价值的概念。随后对传统的评价方法做了讨论，讨论了它们的内在局限性。

后面的章节考察了公司、股东和分析师们测量价值创造的新理念。本书总结了一些企业运用股东价值估测方法的切实可行的策略。

本书可作为讲授股东价值理念的教科书。其极具可操作性的特点展示了管理培训合伙人公司能使所有的经理们轻松掌握和高效学习的技能。

缩写词目录

BCG	波士顿咨询集团公司
CAPM	资本资产定价模型
CEO	首席执行官
CFO	首席财务官
CFROI	投资的现金流收益
CVA	消费者附加值
DCF	贴现现金流
EBIT	息前税前收入
EBITDA	息前税前,提取减值准备和摊销前的收益
EP	经济利润
EPS	每股收益
EV	企业价值
EVA	经济附加值
FMCG	快速流通消费品
FTSE100	金融时报股票交易 100 种股票指数
IRR	内在收益率
KPI	关键绩效指标
MVA	市场附加值
NOPAT	税后净营业利润
NPV	净现值
OCF	经营现金流
P/E	市盈率

PEG	市盈率增长率
PVA	人力资源附加值
R&D	研究开发
ROC	资本收益率
ROE	权益收益率
ROI	投资收益率
RONA	净资产收益
ROS	销售利润率
SBU	战略部门
TBR	企业总收益率
TSR	股东总收益率
VBM	价值基础管理
WACC	加权平均资本成本
WYMIWYG	所算即为所得
WYRIWYG	你的酬劳就是你的所得

目录

图表目录	1
前言	1
缩写词目录	1
第一章 财务绩效评价方法更为宽泛的背景.....	1
● WYMIWYG —— 所算即为所得	3
● WYMIWYG 对于股东价值测算方法的含义	4
● 股东价值的创造	5
● 运用股东价值方程式评价经营行为存在的问题	6
● 一个完整而均衡的行为估算体系的益处	8
第二章 企业经营业绩的测算方法.....	15
● 财务分析的目标	17
● 关键的操作测算方法	19
● 资本使用收益率的分解	25
● 现金流量分析——一个营运的视角	28
第三章 股东比率.....	31
● 来源于公开财务报表的比率	33
● 来源于股市信息的比率	36
● 调整的影响	41
● 现金流量	43

第四章	经济附加值	47
	●何谓经济附加值?	50
	●如何推导经济附加值?	50
	●获得经济利润的其他调整方式	53
	●可理解性与可信性问题	55
	●资本成本的计算	56
	●对经济附加值争论的总结	59
	●实际的和增长的 EVA	62
第五章	在公司层面上测算股东价值的	
	其他方法	65
	●市场附加值	67
	●股票计价基础	69
	●股东总收益率的概念	71
	●上市公司高管层人员的注意事项	76
	●股东总收益率(TSR)与经济附加值(EVA)	
	之间的联系	77
第六章	股东价值测算方法在企业的分解	79
	●现值与终值的计算	83
	●实现预期的价值创造	85
	●企业总收益率框架的运用	86
	●旧方法与新方法的联系	88
	●Unilever 公司——企业总收益率的运用的	
	一个案例分析	88

第七章	投资的现金流收益率	99
	● 如何计算投资的现金流收益率(CFROI)	102
	● 企业价值	105
	● 改变思维方式	108
	● 从核算到管理	109
第八章	价值基础管理	111
	● 何谓价值基础管理?	113
	● 阶段 1——理解价值创造	114
	● 阶段 2——价值基础行为测算方法	116
	● 阶段 3——沟通与交流	122
	● 股东价值法的缺陷	124
	● 股东价值法的优点	125
	● 两个案例分析——成功的案例和失败的案例	126
附 录	使用贴现现金流技术评价股东价值	133
	● 现值的概念	133
	● 股东总收益率(TSR)	136
参考文献		139

图表目录

1.1 平衡计分卡框架	12
2.1 比率分级	26
2.2 现金流量表——操作层面	29
3.1 净资产和市场资本化的关系	37
3.2 调整影响案例	42
3.3 调整——方法 1	42
3.4 调整——方法 2	42
3.5 自由现金流的典型路径	44
4.1 经济附加值的简单计算	52
4.2 简单性和理论的完美性之间的平衡	56
4.3 资本资产定价模型的总体框架	57
4.4 EVA 案例 1	60
4.5 EVA 案例 2	61
4.6 EVA 案例 3	61
4.7 EVA 案例 4	63
5.1 股东总收益框架	71
5.2 持有一支股票五年	72
5.3 消费品行业优质股票的比较	75
6.1 股东总收益率框架	82
6.2 企业总收益率框架	82
6.3 价值决定因素	84
6.4 股东总收益率和经济附加值的联系	87

6.5 Unilever 公司:防止利润衰竭	92
6.6 从战略到实施	95
7.1 投资的现金流收益率(CFROI)模型	103
7.2 投资的现金流收益(CFROI)框架	105
7.3 定价谜团	106
7.4 竞争性企业的生命周期	107
7.5 汤普森·拉莫·伍尔德里奇公司(TRW)的状况	108
8.1 创造和毁灭价值的企业单位	115
8.2 股东价值核算方法矩阵	116
8.3 价值基础管理的一个框架	119
8.4 FMCG 公司在“平衡计分卡”中所使用的核算方法	120
8.5 布特斯公司(Boots):价值基础管理的大体框架	129
8.6 布特斯公司(Boots):价值决定因素与 股东价值联系的框架	130
8.7 布特斯公司(Boots):价值决定因素、关键绩效指标 与经营目标联系的框架	131

第一章 财务绩效评价方法更为 宽泛的背景

- WYMIWYG —— 所算即为所得 / 3
- WYMIWYG 对于股东价值测算方法的含义 / 4
- 股东价值的创造 / 5
- 运用股东价值方程式评价经营行为存在的问题 / 6
- 一个完整而均衡的行为估算体系的益处 / 8

管理的结果并不是让股东感到满意,而是让他们富裕。

罗伯特·高泽塔,可口可乐公司首席执行官

WYMIWYG —— 所算即为所得

财务绩效测算是一个令现代企业各个层次以及各个职能部门的经理们耗费大量精力的主题。对会计师们来说,这是极为重要的,因为这绝非仅仅是一件简单的财务工作。

绩效测算方法是支配管理行为的一个关键因素,它意味着所有的经理们必须懂得其背后的内涵,并在他们的发展中拥有自己独到的见解。只有经理们理解并以此为行动的准则,绩效测算方法才能实现其最终目的。

WYMIWYG——所算即为所得——是一个缩写词,它贯穿本书,必须牢记。正是绩效测算方法会对管理行为产生预警的效果,这种影响可能是正面的也可能是负面的。具有竞争意识雄心勃勃的经理们——那些被上层公司聘用的人——都具有某种内在的驱使他们寻求各种方法去最大化他们所在部门绩效的天性。它往往以整个公司的利益为代价甚至可能与常识相冲突。

如果认为内部转移价格或成本分配系统是极有可能最大化经理们所在部门利润的方式的话,这正是他们所要做的,即使他们内心深知这不会使企业价值增加。如果将营业利润作为关键绩效测算方法,那么高管层要求他们的部门经理专注企业的现金流将只会浪费他们的时间。如果通过某种形式的分红方式使绩效测算指标影响相关经理们的收入,那么 WYMIWYG 就更有可能得以实施。

WYMIWYG 对于股东价值测算方法的含义

尽管 WYMIWYG 似乎表现出某种明显的特性，但直到现在，WYMIWYG 原则还没有在管理上产生人们认为其应有的影响，因此让一些管理分析师感到有些惊讶的是，像可口可乐、魁克公司改为推行以股东价值为基础的绩效测算方法应该具有明显的直接和积极作用。尽管两公司随后并无联系的事件使他们难以维持好的业绩，这两家公司的股票价格仅仅在宣布采取这一行动后上升了。正如我们将要看到的，对于任何公司来说，随着时间的推移，产生超常的股东价值并非易事。

一位在属于伦敦金融时报 100 种股票指数的立场明确的公司工作的尖刻投资者关系经理对我们说，在分析师会议上谈及股东价值测算方法的变化是非常重要的，而你可以看到所有的分析师都将其从议程中剔除掉了。据《校正》杂志 1996 年的报道，在《金融时报》上提及“股东价值”这一术语已从 1993 年的不足 100 次上升到 1996 年的近 400 次。从那以后“股东价值”就成为了金融出版物日常用语的一部分，并且常常可以在编辑的专栏看到与股东价值的创造、甚至更可能是股东价值的损失有关的正规的参考文献。

股票市场对引入新的评价方法的反响引发了一个重要的问题。难道那些公司的高层主管真的如此缺乏这方面的知识以致于他们原先并未将在企业内实行的关键绩效指标同他们的老板和股东认为是重要的成功准则相联系吗？答案是他们的确缺乏，但是这并不如其看来的可以忽视。正如本书将要证明的，确定股东价值所代表的为何物是一件困难的事情，更困难的是设计一个能够由经营经理们控制的绩效指标之间的完美