

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



In Search of Shareholder Value
Managing the drivers of Performance

(Second Edition)

Dr Andrew Black, Philip Wright, John Davies

追寻股东价值

业绩驱动因素管理

(第二版)

[英] 安德鲁·布莱克博士 菲利普·赖特 约翰·戴维斯 著

徐海乐 何 瑛 汪玉梅 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

In Search of Shareholder Value
Managing the drivers of Performance
(Second Edition)

Dr Andrew Black, Philip Wright, John Davies

追寻股东价值

业绩驱动因素管理

(第二版)

[英] 安德鲁·布莱克博士 菲利普·赖特 约翰·戴维斯 著

徐海乐 何 瑛 汪玉梅 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—5183号

In Search of Shareholder Value: Managing the drivers of Performance(Second Edition) © Pricewaterhouse Coopers 2001.

Chinese (Simplified Characters only) Trade Paperback Copyright © 2005 by Economy & Management Publishing House.

This translation of In Search of Shareholder Value: Managing the drivers of Performance(Second Edition), The Edition is published by arrangement with Pearson Education Limited.

All rights reserved.

图书在版编目(CIP)数据

追寻股东价值：业绩驱动因素管理(第二版)/(英)布莱克博士等著；徐海乐等译. —北京：经济管理出版社，2011.4
ISBN 978-7-5096-1373-3

I. ①追… II. ①布… ②徐… 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061161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：张永美

技术编辑：晓 成

责任校对：全志云

787mm × 1092mm/16

25.25印张 356千字

2011年8月第2版

2011年8月第1次印刷

定价：56.00元

书号：ISBN 978-7-5096-1373-3

· 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

第一版 序言

人们感觉到了即将发生的变革。在过去大约十年的时间里，许多公司目睹了它们所处的业务环境和经营环境的快速变革。全球化、科学技术的进步以及市场的日趋复杂化意味着在我们迈进新千年的时候，成功的企业正面临着前所未有的竞争压力。如果这些企业不能适应这种新的社会环境，它们将被社会无情地淘汰。这些企业发现，单纯提供优质的产品已经不足以满足社会的要求，而作为企业，只关注利润也是远远不够的。今天，要想成为成功的企业，需要同时具备如下三点：提供更高的资本收益率，保持更持久的增长率，进行更主动的风险管理。

在普华（现在是普华永道），我们也没有脱离这一变革的过程。我们拥有一个长期而且成功的财务分析历史，我们能确保自己的工作适应并超越这种纷繁的市场变化与科技变革。在过去的岁月里，我们向客户提供服务的方式可能已经改变了，例如，由原来的手工操作变成自动化操作。但是，对于我们所检查或执行的数据和系统，使其更具可信性与清晰性的核心业务并没有改变。拥有可靠的金融和管理信息是而且一直是进行正确的企业决策与进入金融市场的必要前提。

但是，这些并不是我们工作的全部。我们非常乐于向外界宣布：我们现在是一家金融服务公司，目标是要成为一家在商业活动中“为顶级企业解决复杂问题”的咨询服务机构。这意味着在上述工作之外，我们的目标就是关注客户的权益，并充分利用自己的能力为他们创造最大的价值。换言之，因为我们的存在，我们的客户可以最大限度地发挥他们创造价值的潜力。

这正是股东价值的来源所在。那些对管理精益求精的客户对价值的追求是永无止境的；在商业运作中，他们想要为所有者、投资者及雇

员创造、保存以及实现价值。要推动这种对价值的追求，他们需要最先进、最有效的商业战略咨询分析技术。这些技术使得他们可以确保资金得以充分有效的利用而不至于被浪费。股东价值分析恰好提供了这样一种分析方法。这就是我们为什么要研发属于自己的 ValueBuilder™ 方法的原因，这种方法对于帮助顶级公司在众多经营领域提升业绩极具价值。在这些公司中，经营业绩之所以能够得到提升，正是因为我们向该公司提供的咨询及战略分析能够推动价值创造与增强管理层与员工之间的交流与汇报。这种交流与汇报是通过建立一套恰当的方法来实现的——这种方法要求在目标实现后就要及时对雇员进行奖励。

因此，我们对股东价值领域的研究与顾客对股东价值的追求是本书的基础。在银行、高科技、娱乐和能源等不断变化的领域，当我们向客户解释股东价值的理念与体系时，我们得到了极其热烈的反响。我们同样也期待能够得到本书读者的热烈反响。

杰明·布鲁克斯(JERMYN BROOKS)

普华*董事长

* 在本书的写作开始后，普华已经与永道合并，产生了普华永道。

第二版 序言

自从三年前本书第一版出版发行以来，全球范围内股东价值的文化已经成为公司文化的主流部分。《追寻股东价值》一书的第一版已被翻译成九种文字，理解隐藏在股东价值背后的思想已经成为每一个公司董事会必须具备的条件。在欧洲的德国（沃达丰 - 曼内斯曼，Vodafone - Mannesmann）和意大利（奥利沃特 - 意大利电信，Olivetti - Telecom Italia），发生的竞争性收购就像发生在法国巴黎银行集团（France of Paribas）和百富勤（BNP）之间的银行兼并一样，都在为如何确定收购价格而争执。在每一个案例中，全球机构投资者的扩张都会对结果产生显著的影响。在全世界，人们已经达成了一个共识：如果管理层追随的战略与股东价值这一目标发生偏离，那么，管理层就不可能创造出将战略目标与股东价值联系在一起时那样多的财富。因此，资本一直在以一定的增速流向那些明显可以创造价值的公司。

现在，如果说股东价值已经成为人们某种程度上的共识，那么企业的利益就不会再下滑了吗？当然，我们并不是这样认为的。

第一，在我们的社会中，仍然存在大量亟待解决的争议，而这些争议都是关于股东与其他利益相关者之间如何发生相互作用的。这些其他的利益相关者包括雇员、消费者、政府和环境保护主义者等。对公司而言，要想证明为股东提供最佳回报与为其他利益相关者提供长期满足这两者之间并非不可协调，那么仍然有很长的路要走。事实上，让所有的利益相关者满意是企业得以持续创造价值的先决条件。

第二，信息革命的发展和资本市场的融合（以及欧元的流通）正在加速。与此同时，机构投资者与个人投资者对比与鉴别公司经营业绩的能力也都在不断地提高。XML 语言（可扩展的置标语言）——一种新

一代的互联网语言的发展，将担当起直接把财务信息从公司向投资者进行传播的催化剂。同时，新的互联网语言标准也正在不断地发展以适应这一状况。

第三，电子商务的冲击，即所谓的“新经济”的冲击，对价值创造的过程产生了深度的影响。创造价值不仅仅被看做是增加收益、管理资本成本或关注核心业务的事情。新经济不仅正在打破原有的价值链，而且还使得那些认同价值创造观点的人正在用他们的观念创造出巨大的价值。事实上，正如鲁道夫·G.伯克哈德（Rudolf G. Burkhard）——第一届普华永道欧洲股东价值奖获得者，他因解决上述的那些争论做出了创造性的贡献而获奖——所指出的那样，“新经济”在股东价值创造中的成功是建立在识别企业增长和企业规模的限制并将其排除的基础之上的。

4

本书第一版的成功使我们有必要去更新更多的内容，以反映上面所提到的诸多变化。在本书第十章中，我们不仅考虑了电子商务的出现，还在高科技领域中扩展了对实物期权理论评估过程的处理。我们扩展并详尽地重新编写了第十一章的内容，并用它再次检测了世界范围内诸多国家的股东价值发展情况。值得注意的有，关于英国、德国和法国的详细的部门资料；关于加拿大、新加坡、韩国和印度的结论；关于在新兴国家中对股东价值冲击的更一般性的思考。我们希望，在本书第一部分中，在扩展和阐明了对不同股东价值衡量标准的讨论之后再引入现金价值附加（CVA）模型，并对资本成本这一问题进行更深入的研究。此外，我们还会在更深入的层面上对竞争优势持续期这一重要概念进行探讨。

的确，本书的每一章都包含有新的素材。这些新的材料反映了我们的世界正越来越深入地参与到股东价值追寻中的方式。我们期待着读者也加入到这一进程中来。

致 谢

在过去的几年时间里，普华永道商业发展集团及后来的普华永道股东价值集团的集体知识和经验鼓舞并支持了《追寻股东价值》一书第二版的写作工作。

我们特别要感谢利克亨特·韦格尔 (Likhit Wagle)、伊恩·克莱曼 (Ian Cleman)、迈克尔·梅尔维尔 (Michael Melvill)、弗雷德里克·韦森里德 (Fredrik Weissenrieder)、埃里克·奥托森 (Eric Ottosen)、杰里米·布克 (Jeremy Booker)、蒂莫西·吕也曼 (Timothy Luehrman) 和大卫·沃勒 (David Waller) 在本书写作过程中给予的鼓励。

对于一些个别章节，我们要感谢：第七章马克·罗兰 (Mark Rowland) 和梅维斯·里韦拉 (Mayvis Riveira)；第八章，汤姆·威尔逊 (Tom Wilson)；第九章，艾伦·贾米逊 (Alan Jamiesont) 和约翰·索登 (John Soden)；第十章，菲利浦·巴斯 (Philippe Barsi)、肯·卡斯里尔 (Ken Kasriel) 和安德鲁·沃德尔 (Andrew Wardle)。对第十一章的修订与更新得到了尤安·弗赖迪 (Euan Friday)、格雷格·莫里斯 (Greg Morris)、韦斯利·马克 (Wesley Mark)、简·杰普·斯内尔 (Jan Japp Snell)、威姆·霍特曼 (Wim Holterman)、约克·奎克 (Jochen Quaak)、迈克尔·施瓦茨 (Michael Schwartz)、卡尔·斯皮尔伯格 (Karl Spielberg)、帕特里克·弗罗蒂 (Patrick Frotiée)、奇斯·莫里 (Chise Mori)、雪莉·李 (Sherry Lee)、路易斯·梅尼德兹 (Luis Menendez)、弗让·麦哈彻 (Viren Malhortra)、阿什沃妮·普林 (Ashwani Puri) 和吉伊·李 (Jihye Lee) 的大力协助。第十二章，我们要感谢克莱尔·法格特 (Claire Fargeot)，大卫·菲利普斯 (David Philips) 和鲍勃·埃克尔 (Bob Eccle) 的观点与贡献。

在第十二章中的一些资料，已经以不同的形式出现在由所菲利普·D. 莱特 (Philip D. Wright) 和丹尼尔·P. 基根 (P. Keegan) 撰写的《追寻价值：对未

来新兴艺术的报告》一书中(普华 1997 年的研究报告)。

我们还要感谢柯斯特·萧伯纳(Kirsty Shaw)提供的帮助,他回复了很多棘手的问题,提供了很多最新的数据;感谢迈克尔·斯普拉克林(Michael Spracklin),他进一步发展了 ValueBuilder™ 模型;感谢雷诺·菲茨佐治(Reanne Fitzgeorge),拉米拉·迪皮里尔(Ramila Dhupelia)和安妮·利玛(Anne Lima),他们整理书稿、联系作者。最后我们要感谢盖拜·布莱克(Gabi Black)和西格里德·莱特(Sigrid Wright),他们在本书的写作和修订过程中提供了精神上的支持与物质小点心。

最后指出,所有的疏忽和错误都由作者本人负责。

身 言

你可能已经听说过股东价值这一术语。也许你的公司已经宣布了一项对于股东价值的承诺；也许你是管理层的一员，你想在公司中引入股东价值方法；甚至你可能已经考虑了在公司中使用一些价值管理的体系以执行一项股东价值政策；或者你也许正在对《财富杂志》为什么把股东价值称为“创造财富的关键所在”而感到好奇。

的确，现在存在着大量的缩略语，这种情况会让许多非专业人士感到困惑。首先，我们有 EVA™（经济增加值）、SVA（股东价值附加）和 CFROI（现金流量投资收益率），此外还有 VBM（价值管理）。在本书中，我们希望不仅可以引导你们了解这些缩略语，还可以引导你们了解其他具有潜在重要性的大写缩略语——你可以根据自己的喜好去命名。在英国、美国和世界上的其他国家中，许多公司正在逐步将股东价值理论付诸实施。当然，他们也从这一做法中获益匪浅。

本书的目的不仅是向读者解释股东价值意味着什么，还要向读者阐明股东价值是如何帮助企业和管理层做出更优的、更有见的和更具主动性的决策。正如我们将在后续章节中所看到的那样，股东价值的理念具有从外部去观察企业的市场分析人士所形成的洞察能力，而且它还可以将这种洞察能力移植到企业内部，并将其转变成管理工具。现在，这些管理工具不仅可以应用于公司董事会的层面上，还可以用于整个企业内部以真正提升公司业绩。

在普华永道内，我们将自己视为股东价值趋势的领导者之一。本书并不是为某一特定系统所写的手册。更准确地说，本书采取追溯历史的方式分析了价值创造的哲学理念和其所处的全球范围内的金融大环境。正是在这种金融环境中，价值管理才得以生根发芽、枝繁叶茂。此

外，还要说明的是，我们不可能提供简单的解决方案——我们只希望可以成功地解决一些棘手的问题，而这些问题都是由那些对以价值为基础的方法的批评所产生的。

毫无疑问，在过去大约 10 年左右的时间里存在着一种经济全球化的动力。资本市场——实际上几乎所有的金融机构——从外观上看正日益全球化。投资者比以往任何时候都更加明智，他们想更多地了解关于一个公司的情况；他们已经不像过去那样，仅仅了解这家公司在过去发放了多少股利就可以了。以传统方式编制的损益表已经不能满足投资者的需要了；现在，现金流量成了最重要的衡量标准。

作为世界上最早成立和最大的专业服务提供商之一，普华永道站在十分有利的位置去观察这些全球的趋势。多年来，我们一直以传统的审计业务为生计。现在，我们正从这一业务开始转型，以使我们可以追赶并超越这些趋势。实际上，公司的核心目标可以描述成帮助客户创造价值：为他们的股东创造价值，为他们的雇员创造价值，为他们的社区创造价值。

因此，本书不仅是我们的经验和思考金融价值的结晶，还是一本普华永道为客户提供服务的范例的书：普华永道运用财务和企业分析推动价值创造的系统 and 程序的执行，增强与股东和其他利益相关者的沟通和汇报。

本书的内容

《追寻股东价值》一书的第一部分，介绍了关于股东价值分析的基本概念。它通过描述当前经济和全球条件（正是这些条件使得股东价值得以引人注目）以及反对“利益相关者”的观点介绍这一概念。随后，在提出“什么是你的资本成本”这一重要问题之前，我们又回顾了股东价值背后的理论和历史。

只有确定了真正的资本成本，你才能计算出在日常业务中是否增加了企业价值。但是，计算真正的资本成本是一项棘手的工作：我们试着通过诸如无风险收益率、贝塔系数和市场风险溢价这些指标来简化资本成本的计算。

正如第四章所示，由于直观的损益数据并不可靠，所以我们不得不提出这些新的计算方法。与过去分析这些损益数据和每股收益指标相比，市场逐渐地更喜欢通过分析现金流量来判断一个公司的经营业绩。这就是股东价值分析和第五章中所说明的七个“价值驱动因素”流行的原因。在第六章中，在第一部分的最后描述了用于计算股东价值的不同衡量标准体系。但是，不论使用哪一种计算公式，其最基本的思想都是相通的：现金是最重要的因素。

第二部分则从理论转向了实证。这一部分描述了价值管理的基本原理。首先，是对一个标准的公司进行的企业分析——分析价值驱动因素在经营活动中的应用，分析可以度量价值创造的工具。随后我们转向兼并与收购的“战时”状态；转向股东价值如何帮助收购方和目标公司评估它们的实际价值；转向股东价值如何尽可能帮助它们采取最优的行动。其他的问题则是那种“病榻”上的状态——某公司正面临失败，它需要帮助以恢复正常运作：在这里，股东价值分析再次发挥了作用。

第三部分仍然是在实证的分析范围之内。在这一部分里，我们报告了自己在产业部门范围内的经历，并向读者解释了尽管“价值驱动因素”可能会变化，但基本的股东价值分析仍然可以应用于所有这些产业部门的事实。此外，我们还报告了股东价值的理念如何在从英国和美国的成熟市场到欧洲和东亚的“利益相关者”经济体系这一系列的国家中被接纳和应用的情况。我们还考虑了股东价值模型如何在发展的经济体系中被成功采用的情况。

最后，在第四部分中，我们综合了所有的内容去分析价值报告的未来。根据当前的趋势，我们创建了一个假定的公司未来报告。在这份报告中，价值创造得到了真正认真的对待——对于所有相关者的利益。

目 录

第一版 序言/1

第二版 序言/3

致谢/5

导言/7

本书的内容/9

第一部分 什么是股东价值

第一章 股东价值：潮流与现实/3

第二章 价值的历史/21

第三章 什么是资本成本/31

第四章 利润是一种选择 现金才是现实/53

第五章 股东价值：定义/63

第六章 股东价值：是一种单独的评测方法还是一种通用的分析框架/79

第二部分 实践：价值取向

第七章 股东价值的变革力量/107

第八章 征战中的股东价值：兼并与收购/145

第九章 从“废墟”中站起：价值再造与股东价值 171

第三部分 行动中的股东价值

第十章 部门诉求/199

第十一章 世界范围内的股东价值：新兴的共同认识/259

第四部分 综述

第十二章 关于未来的报告：蓝图公司/337

附录一

蓝图公司/355

附录二

贝塔系数/377

参考书目/379

阅读书目/385

第一部分

什么是股东价值

