

基于价值管理的研究

Research on Value-based Management

© 罗 菲 著

Research on Value-based
Management

Research on Value-based
Management

Research on Value-based
Management



经济科学出版社
Economic Science Press

基于价值管理的研究

Research on Value-based Management

罗 菲 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

基于价值管理的研究 / 罗菲著. —北京: 经济科学出版社, 2008. 4

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7086 - 4

I. 基… II. 罗… III. 企业管理 - 研究 IV. F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 040587 号

责任编辑：范莹

责任校对：杨晓莹

技术编辑：董永亭

基于价值管理的研究

罗菲 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲28号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京欣舒印务有限公司印刷

永明装订厂装订

880×1230 32开 6.5印张 220000字

2008年4月第1版 2008年4月第1次印刷

印数：0001—2000册

ISBN 978-7-5058-7086-4/F·6337 定价：15.00元

（图书出现印装问题，本社负责调换）

（版权所有 翻印必究）

序

本书是在罗菲同志的博士论文基础上修改而成的一本关于公司基于价值管理的前沿性学术专著。作者在广泛、深入研究的基础上，将公司基于价值的管理问题与管理会计、财务管理、战略、组织、业绩评价等相关理论研究有机地结合在一起，从不同角度全面地研究和探讨了创建基于价值管理的框架，表明作者具有较宽的学术视野和深厚的专业功底。

目前，公司价值的观念已经深入人心，得到了越来越多的重视。相应地，近十年来，基于价值的管理（VBM）也得到了迅速的发展，它不仅是一种先进的管理理念，同时还是一种管理手段，是一个控制系统，是将公司的资源分配到最有价值的投资中、力求能够尽可能多地创造净价值的管理方法。基于价值的管理被普遍认可和接受不仅会改变公司原有的管理目标、公司战略、公司管理流程，同时还可能对财务管理的理论体系和业绩分析及评价工具产生影响。本书作者正是基于这样的选题背景，力图对 VBM 的作用机理进行详细的分析，并运用其作用机理改进我国财务管理的理论及实践。

本书内容充实，富有新意，主要体现在以下几个方面：

第一，本书提出了运用 VBM 期权价值基础的理论。目前大部分的 VBM 都是以贴现现金流为主要基础，即以股东价值为基础。尽管公司的最终目标是追求股东价值最大化，但是为了增进和维护

股东权益，公司必须同时考虑相关利益方的利益，否则股东权益则无从获得保障。本书作者提出，在持续发展的前提下，公司在适当的情况下可以适当采用期权价值为基础，或者将股东价值与期权价值结合起来使用。

第二，本书强调了 VBM 作为“管理理念”的重要地位和作用。VBM 是一项长期的、复杂的管理工作，但最主要的，它是一种公司内部整体理念的转变，因此公司全体员工对“价值”、“价值创造”及与价值相关的概念的理解和实施非常重要。基于对这一点的认识，本书作者对 VBM 的具体实施进行了详细的分析和论述，从高级管理层的领导和承诺一直到一线员工的具体操作。

第三，本书研究思路和研究设计科学、先进。作者全面系统地构建了 VBM 的框架，包括基于价值的目标选择、基于价值的价值基础、基于价值的驱动要素、基于价值的战略决策、基于价值管理的实施和基于价值的业绩评价等，并对该框架在中国的具体实施进行了详细论证。作者构建的框架以及在中国的具体实施对学术界研究基于价值的管理问题具有宝贵的借鉴意义。

谷 祺

2008 年 1 月于东北财经大学

前 言

目前，价值的创造与实现已经受到越来越多的企业的重视，成为企业追求的目标。众所周知，企业的一切活动都是围绕价值创造进行的，从企业战略开始到投资、技术研发、生产、销售、财务活动、人力资源活动、企业文化等一切都是为了价值的增值。凡是能使企业价值增值的领域，都应该是公司管理层关注的焦点。但实际上，价值的概念是很抽象的，人人都希望自己的管理能够更多地创造价值，可是到底价值是什么？从哪里来？如何去创造？又能够以什么样的标准进行衡量？基于价值的管理（Value-Based Management, VBM）正是在这样的环境下产生的。

二十多年前，VBM 首先出现在以北美为代表的西方管理会计实践以及理论研究领域中，随后这一管理命题得到了迅速的发展。与西方的研究进程相比，尽管中国目前在 VBM 的实践及研究领域也已经取得了一定的成果，但仍略显不足，其具体体现就是并没有在企业内部形成完全的价值观念，仅个别公司从财务角度贯彻实施了基于价值的管理这一企业管理模式的某些方面，且评价手段较为单一。以此作为出发点，本书采用国内外的研究文献和实证分析为基础，以 VBM 理论的分析——VBM 框架的构建——VBM 在中国的实施为主线，对基于价值的管理进行了全面的分析和考察。

本书共分为五部分：

第一部分，引言。主要介绍了本书的选题思路，回顾了国内外

的相关文献，并阐述了本书的研究方法和基本观点。为后面的理论探讨和实证分析做前期铺垫。

第二部分，有关 VBM 的历史回顾。回顾以价值作为出发点或者重点进行管理的发展历史，实际上早在两个世纪之前已经开始出现。基于价值管理的发展与企业内外部环境的发展是密不可分的。当企业规模较小，外部金融及市场环境比较简单时，对于基于价值的管理重点不显突出。而此时的价值也并不是指股东的价值，而是业主的价值；实际上在这些阶段，“价值”是非常模糊的，直到企业的规模发展到了一定阶段，其筹资、投资及经营方式发生了大规模的变化。尤其是在股份有限公司出现后，企业对价值，尤其股东的价值就给予了越来越多的重视，此时才出现了真正意义上的 VBM。另外，在这部分中，笔者还对目前国内国外 VBM 的应用现状进行了分析，归纳了目前各国比较提倡的 VBM 模式以及在公司中的具体应用，例如麦肯锡管理模式、德勤管理模式、阿尔弗雷德·拉帕波特管理模式、加利·阿什瓦斯管理模式，以及我国学者提出的汤谷良—林长泉管理模式、彭纯军—王惠芬管理模式、彭晓峰—何瑛管理模式、王平心—吴清华管理模式等，这些都为构建本书中的 VBM 框架提供了有用的信息。

第三部分，VBM 的有关理论。要想构建合理的 VBM，必须理解掌握 VBM 的相关理论。首先，笔者对 VBM 的支持理论，包括作业成本法、战略成本管理及平衡计分卡等进行了梳理。然后对 VBM 的含义、特征及运用 VBM 的意义进行了全面的分析。虽然 VBM 已经在国外实施了相当长的一段时间，但实际上目前理论界对它的含义以及侧重点并没有形成统一的认识，而这对构建合理适用的 VBM 框架无疑是一个障碍。在综合分析各界学者对 VBM 含义归纳的基础上，笔者认为，VBM 应该是以股东价值最大化作为公司的最终目标，在公司的计划、预测、决策等各项活动中，遵循以

提高股东价值为出发点，并在企业的日常经营中全面实施的一种管理理念及管理方法。本部分中对 VBM 含义、特征、运用意义的描述，为下一部分 VBM 框架的构建及实施打下了坚实的基础。

第四部分，建立并实施 VBM 框架下的企业管理体系。这部分是本书的重点，笔者着重笔墨构建了 VBM 的基本框架，即从目标选择出发，在确定合适的价值基础上，通过确定价值的驱动因素，贯彻执行基于价值管理的战略决策，并全面实施 VBM，最后对业绩进行评价。针对目前企业目标到底是应该追求企业价值最大还是股东价值最大的争论，笔者认为，应该追求股东价值最大，其最根本的原因是因为股东才是企业最终的所有者；但即使为追求股东价值的最大，也不能忽略所有的其他因素，因此在适当的情况下，使用期权价值基础会给股东带来更大的利益。确定价值的驱动要素是非常重要的一个步骤，只有明确到底什么因素才能够增加价值，什么因素会对价值有所损害，才能最终达到价值增加的目的。但是，仅仅明确价值的驱动要素是不够的，基于价值的管理必须通过决策发挥作用，在 VBM 框架下，战略决策的核心内容就是要将价值与决策过程紧密地融为一体，使企业的各项活动价值的统一目标下结盟，充分发挥决策的有效性。而 VBM 的成功实施需要强调对几项关键因素的管理，即高级管理层的领导及承诺、与管理过程相适应、教育及培训、沟通、时间范围及任务顺序以及支持者，包括内容支持者及程序支持者。最后，要对管理者的业绩进行评价，因此笔者论述了 VBM 框架下的业绩评价标准、评价指标以及评价方法，其中还对评价指标分为了财务性指标与非财务性指标两大类分别进行论述。

第五部分，VBM 在中国的实施。在本部分中，主要针对我国目前的情况对 VBM 在我国的实施进行了研究。由于 VBM 对传统的财务管理以及传统的企业管理方式都提出了挑战，因此笔者对 VBM 在我国实施时的具体做法进行了分析，包括强化财务管理，

树立企业价值观念、重视多因素管理和协调，提高价值创造能力、科学进行战略路径选择，获取并提高企业核心竞争力、树立全员观念，借鉴成功经验、进行有效的战略实施、增强风险意识，健全风险管理体系、运用财务技术，进行财务资源的平衡管理以及完善业绩评价制度，落实风险责任制等。

作 者

2008 年 2 月

目 录

第一章 导论	1
一、基于企业价值的含义和意义.....	1
二、基于价值管理的相关研究文献综述.....	2
三、基于价值管理的研究方法与框架	12
第二章 基于价值管理的发展	19
一、针对价值进行管理的发展	19
二、基于价值管理的产生背景	22
三、基于价值管理在国外的发展	24
四、基于价值管理在中国的发展	32
第三章 基于价值管理的基础理论体系	40
一、有关基于价值管理的理论	40
二、基于价值管理的新探索	47
三、基于价值管理的基本特征	51
四、基于价值管理的现实意义	53
第四章 建立并实施基于价值管理框架下的企业管理体系	57
一、基于价值管理的目标选择	57
二、基于价值管理的价值基础	72

三、基于价值管理的驱动要素	80
四、基于价值管理的战略决策	94
五、基于价值管理的实施	103
六、基于价值管理的业绩评价	114
 第五章 基于价值管理在中国的实施	138
一、基于价值管理对传统财务管理提出挑战	138
二、实施基于价值管理的具体做法	142
 附录	164
参考文献	183
后记	196

第一章 导 论

一、基于企业价值的含义和意义

企业价值的观念目前已经深入人心。众所周知，企业的一切活动都是围绕价值创造进行的，从企业战略开始到投资、技术和研发、生产、销售、财务活动、人力资源活动、企业文化等一切都是为了价值增值。凡是能使企业价值增值的领域，都应该是公司管理层关注的焦点。但是，价值的概念是很抽象的，人人都希望自己的管理能够更多地创造价值，可是到底价值是什么？从哪里来？如何去创造？又能够以什么样的标准进行衡量？这正是本书探讨基于价值管理问题的基本立足点和选题初衷。

《现代汉语词典》对“价值”的解释是，“政治经济学上指凝结在商品中的生产者的社会必要劳动”，而“通常指用途或重要性”，因此通俗地说，企业价值就是指企业的用途或重要性，或指企业值多少钱。在财务学界，企业价值的概念已经成为核心概念之一，对企业价值概念的理解与运用从很大程度上将决定一个企业财务管理水平，甚至整个企业管理水平的高低。财务学界的企业价值概念最早是在 1958 年 MM 理论的提出中体现的，按照其观点，企业价值表现为未来预期自由现金流量的现值。那么按照这一思路进行分析，站在财务的角度，人们需要对财务活动的各个组成部分与

企业价值之间的关系进行分析，比如分析企业的投资决策、筹资决策，以及股利政策与企业价值之间的相关性。首先是要对企业价值进行评估，其次再分析其与各项决策间的关系。而对企业价值进行评估可以采用不同的方法来进行，并且，企业财务目标不一致时对企业价值评估的方法也有所影响。因此，研究企业价值首先要研究企业财务目标，根据不同的目标确定企业不同的战略，包括经营战略与财务战略。在不同的战略模式下，选择不同的企业价值衡量标准，采用不同的战略实施方式。

从理论上说，基于价值的管理（Value-Based Management, VBM）在二十多年前就已经出现在以北美为代表的西方管理会计实践以及理论研究领域中。目前在国外，基于价值的管理已经得到了很大的发展，并且在应用中也已经取得了一定的进展。与西方的研究进程相比，尽管中国目前在价值管理的实践及研究领域也已经取得了一定的成果，但仍显不足，其具体体现就是并没有在企业内部形成完全的价值观念，仅个别公司从财务角度贯彻实施了基于价值的管理这一企业管理模式的某些方面，并且评价手段较为单一。本文研究的目的在于通过探讨基于价值管理的基本理论，并在回顾西方发展历史及实践的基础上，试图在我国企业内部构建基于价值管理框架下的管理体系，不仅从财务角度，而且从非财务角度全面实施基于价值的管理。

二、基于价值管理的相关研究文献综述

（一）国外相关文献回顾

从二十多年前基于价值的管理（VBM），在西方出现开始，学者们就对 VBM 进行了大量的学术研究，并将研究成果付诸于实践。

比较具有代表性的学术研究成果主要有：

John D. Martin 和 J. William Petty 在 2000 年出版的《基于价值的管理——公司对于股东变革的反应》(Value Based Management——The Corporate Response to the Shareholder Revolution)，书中详细介绍了 VBM 的发展历史，提出了 VBM 产生的背景，阐述了 VBM 是公司财务业绩的一种新的衡量及激励办法，论述了 VBM 各项职能的具体实施，并在最后以两家公司的实例进行对比，提出了并不是所有的企业都适用 VBM。与此同时，在 Glen Arnold 和 Matt Davies 2000 年编辑出版的《基于价值的管理——环境及应用》(Value-based Management: Context and Application) 论文集中，汇集了 16 篇有关 VBM 的重要文章。作者按照 VBM 的产生背景及原因、VBM 的具体实施以及 VBM 的衡量问题进行了详细的阐述。值得一提的是，正是在这本论文集中，由 Leon Kamhi 撰写的文章提出了“应该使 VBM 成为公司的一种生活方式”的观点，而这种观点也正是笔者所提倡的。

Samir Asaf 在 2004 年出版的《执行公司理财——提高股东价值的职责》(Executive Corporate Finance——The business of enhancing shareholder value) 一书中提出，应强化公司理财职能，努力实现股东价值最大化，并提出了针对公众公司以及控股权密集公司的价值评估模式。同时，作者在该书中详细论述了以股东价值最大化作为理财目标，公司的财务政策、风险管理、财务报告、计划及控制，以及公司业绩管理的相关内容。在本书中，采用的企业价值衡量标准主要是经济增加值 (EVA)。

Steve Chopp 和 John K. Paglia 在 2000 年发表的文章“建立价值创造的文化”(Build a Culture of Value Creation) 一文中详细论述了什么是 VBM，并以两个具体的实例论述了 VBM 的实施过程。在文章最后作者强调了文章得出的结论，即在 VBM 的实施中主要有三个重要的步骤，而其中作者提出的最后一个步骤就是“使 VBM

成为一种生活方式”。这一观点与 Glen Arnold 和 Matt Davies 是一致的。

Christopher D. Ittner 和 David F. Larcker 在 2001 年 1 月发表了文章“评价管理会计的实证研究——基于 VBM 的观点”(Assessing empirical research in managerial accounting: a value-based management perspective), 文章中使用 VBM 的基本框架批判性地回顾了管理会计范围内的实证研究, 其结论是 VBM 的基本框架不仅能够将过去管理会计研究中的各个不同结果在统一的结构下进行重新审视, 而且能够为将来的管理会计研究提供富有成效的方法和途径。

Michael C. Jensen 在 2001 年 10 月发表文章“价值最大化、利益相关者理论及公司目标职能”(Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function), 文章指出, 公司目标是多样性的, 既要考虑生产能力、生产效率及社会福利, 还要考虑管理者及股东的可信性等。而要想达到从各个角度出发的目标都实现最大化是不现实的, 因此确定单一的价值目标对于企业来讲非常必要。同时在文章中作者论述了价值创造并不仅仅等同于接受价值最大化作为组织目标, 必须从公司远景、战略及战术角度进行综合衡量; 创造价值会提高企业生产能力及生产效率, 并指出, 如果忽略其他利益相关者, 企业是不能实现最大化的价值的。

David Walters、Michael Halliday 及 Stan Glaser 于 2002 年发表了文章《增加价值、公司价值与竞争优势》(Added Value, Enterprise Value and Competitive Advantage), 在文章中提出了使公司价值增加的驱动要素, 并详细论述了这些驱动要素在市场中的体现, 其最终的结果就是能够达到最优的利益相关者价值战略, 并为企业提供竞争优势。

Samuel C. Weaver 和 J. F. Weston 在 2003 年发表文章“基于价值管理的统一理论”(A Unifying Theory of Value Based Management), 文中考察了在 VBM 中可使用的四种业绩量度, 即贴现现金

流、股东收益（包括资本利得及股利收益）、经济利润（即经济增加值——EVA）以及市场增加值（MVA）。作者提出的第一个观点就是，以四种业绩量度进行考察的结果是高度相关的；第二个观点，对于 VBM 的实施，必须以战略计划为起点，必须将业绩与激励补偿相结合，必须要求高层管理人员的参与，同时要求基层职工接受 VBM 的观念并接受 VBM 的相应培训。

Mark L. Frigo 在 2003 年发表的文章《非财务性业绩衡量及战略实施》（Nonfinancial Performance Measures and Strategy Execution）一文中将 VBM 与平衡计分卡等并列起来，认为他们越来越有实力成为有效执行战略的核心非财务性业绩衡量标准，并详细论述了平衡计分卡及 VBM 在具体实施中的量度。

Teemu Malmi 和 Seppo Ikaheimo 在 2003 年发表文章《基于价值管理的实务——现场取得的证据》（Value Based Management Practices——Some Evidence from the Field），文章提到，尽管目前 VBM，特别是 EVA，可以被应用于资本预算、估价、管理控制及激励补偿等范围，但该文章仅关注对这些观念在实际应用中的证据进行独立研究。这种研究既可以作为探索 VBM 益处的一个基本步骤，也可以为研究其缺陷提供条件。这篇文章以 5 个不同行业的 6 家公司为例，探讨了 VBM 在 6 家公司的应用。他们的结论是，对有些公司来说，VBM 不能起到很大的实际作用；而对于另一些公司来说，VBM 不仅在决策方面而且在管理控制方面具有强大的影响。同时 VBM 的实施涉及的企业管理层或职工范围也有所不同。因此，对于基于价值的管理，特别是经济增加值，要规范使用。

Frank Figge 在 2005 年发表“基于价值的环境管理——从环境股东价值到环境期权价值”（Value-Based Environmental Management——From Environmental Shareholder Value to Environmental Optional Value），他指出，传统的 VBM 是以股东价值为基础进行管理的，实际上，VBM 可以基于不同的模式，比如期权价值模式，并