

创世纪工商管理译库

主 编：廖 理

EVA与价值管理

——实用指南



[美] S. 戴维·扬(S. David Young) / 斯蒂芬·F. 奥伯恩(Stephen F. O'Byrne) / 著

社会科学文献出版社



F276.6
27234
F270.7

EVA与

● 价值管理
● 实用指南



A1005324

EVA & VALUE-BASED MANAGEMENT

[美] S. 戴维·扬(S.David Young) / 斯蒂芬·F. 奥伯恩(Stephen F.O'Byrne) / 著

李丽萍 / 史璐 / 等译

社会科学文献出版社

图书在版编目(CIP)数据

EVA 与价值管理:实用指南/[美]S. 戴维·扬;斯蒂芬·F. 奥伯恩著;李丽萍等译. - 北京:社会科学文献出版社,2002.11
(创世纪工商管理译库)
ISBN 7-80149-683-3

I.E… II.①S… ②斯… ③李… III.股份有限公司-股东-价值-研究 IV.F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 072393 号

·创世纪工商管理译库·

EVA 与价值管理

实用指南



著 者: [美] S. 戴维·扬 斯蒂芬·F. 奥伯恩

译 者: 李丽萍 史 璐 等

策 划: 创世纪工作室

责任编辑: 冯韵文 屠敏珠

责任校对: 刘玉霞

责任印制: 同 非

出版发行: 社会科学文献出版社

(北京建国门内大街 5 号 电话 65139963 邮编 100732)

网址: <http://www.ssdph.com.cn>

经 销: 新华书店总店北京发行所

排 版: 北京中文天地文化艺术有限公司

印 刷: 北京增富印刷有限责任公司

开 本: 787×1092 毫米 1/16 开

印 张: 23

字 数: 450 千字

版 次: 2002 年 11 月第 1 版 2002 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 7-80149-683-3/F·223 定价: 38.00 元

著作权合同登记号: 图字 01-2002-3054 号

版权所有 翻印必究

EVA[®] AND VALUE-BASED MANAGEMENT: A PRACTICAL GUIDE TO IMPLEMENTATION

S.David Young, Stephen F.O'Byrne

ISBN: 0 - 07 - 136439 - 0

Copyright © 2001 by the McGraw-Hill Companies, Inc.

Original language published by The McGraw-Hill Companies, Inc. All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or distributed in any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

Simplified Chinese translation edition jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) Co. and SOCIAL SCIENCE DOCUMENTATION PUBLISHING HOUSE, CASS.

本书中文简体字翻译版由社会科学文献出版社和美国麦格劳-希尔教育（亚洲）出版公司合作出版。未经出版者预先书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

译 者 分 工

李丽萍：第一章、第十一章

朴惠园：第二章

陈蕴真：第三章

徐 静：第四章

郝瑞明：第五章

王 奇：第六章

徐建华：第七章

史彦刚、黄金香：第八章

史 璐：第九章、第十章

序 言

我们之所以下决心撰写本书，部分是因为我们对现有的 EVA 和价值管理出版物感到失望。一些公开出版物固然很重要，甚至具有开拓性，对价值管理领域的研究做出了贡献，我们也从中学到了许多东西。然而在我们看来，这些文献一般都不能令人满意。20 世纪 90 年代是 EVA/VBM 实践大幅度拓展的一个时期，此前却没有一本书总结实施 EVA/VBM 的公司在这一时期的经验。几乎所有被广泛引用的有关 EVA 和价值管理的文献，都是提倡 EVA 的书籍，它们避免讨论失败的一面。而且，即使最近才撰写的一些著作，也没有详细讨论近年来 EVA/VBM 执行过程中出现的无数方法与技术的创新。现有文献的另外一个缺陷是，没有认识到对 EVA 和 VBM 感兴趣的读者可以分为两种完全不同的类型：一类是从事管理工作的一般读者，他们需要的是战略观点和评价；另一类是对于技术更加在意的读者，他们需要的是实践细节及论据。我们认为，几乎所有早期的著作，对于前一种读者而言显得有些费解，而对于后一种读者来说则缺乏指导 EVA 实施的技术细节。

在撰写此书的过程中，我们力求对 EVA/VBM 做出公正、全面的评价，包括成功和失败两个方面。我们还为从事一般管理工作的读者提供了战略概括，为负责 EVA 实际执行过程的专业人士提供了关于技术方法的全面、深入的讨论。我们不打算把本书写成“开心果”，并努力告诉你恰到好处的信息，以吊你的胃口，如果你想知道更多，就不得不雇佣我们做你的顾问。在阐述这个主题时，我们的目标是写出一本尽可能综合性的专著。我们所能告诉你的内容是有限制的，这主要是由于我们要向委托人保密。但是，大众读者对我们就一些具体产业所积累的经验并不感兴趣，而绝大多数读者却完全能够了解书中披露的、我们认为的商业秘密。我们并不想隐瞒什么。

本书由三部分组成。在第一部分，我们提出 EVA 和价值管理的基本概念。我们的观点是一种广义的范畴，公司的 CEO 和部门成员了然于胸，就可以处理这类问题。简单地说，本书的第一部分讲述了公司高级、非财务执行官需要掌握的 EVA 概念和使用方法。

在第二部分，我们侧重从技术的角度，重温了第一部分提出的关键

主题。例如，我们在两个部分都描述了管理薪酬的问题，第一部分的讨论把重点放在战略和概念上，而第二部分则详细论述了与 EVA 相关的红利计划的实际运作过程。第二部分还阐述了一系列其他技术问题，包括资本成本、EVA 的会计调整及替代性的价值测算方法，如 CFROI。第二部分打算回答财务专业、会计师和价值管理专业人士经常向我们提出的一些问题。我们不准备回答所有与技术相关的问题，但我们相信，在以一种直截了当、综观全局的方式处理复杂的 EVA 管理的实施问题上，我们所做的工作比任何其他公开发表的文献都更加深入。

在第三部分——本书的最后一部分，我们提出自己的结论，包括从事 EVA 工作的一些实践经验。我们还就 EVA 及以价值为基础的业绩衡量方法的未来发表了自己的看法。

S. 戴维·扬

斯蒂芬·F. 奥伯恩

作者简介

戴维·扬 世界一流商学院——欧洲工商管理学院 (INSEAD) 研究生院教授；美洲、欧洲和亚洲许多公司EVA和价值管理顾问。

斯蒂芬·奥伯恩 美国股东价值顾问公司总裁和创始人之一。该公司是一家帮助企业通过实施更好的业绩衡量、激励薪酬和价值分析方法来提高股东价值的咨询机构。奥伯恩曾任Stern Stewart & Co.公司副总裁。

主 编：廖 理

出版人：谢寿光



创世纪工作室

GENESIS

先锋阅读·激情创造

genesis2001cn@yahoo.com.cn

策 划：路卫军 周 丽

责 编：屠敏珠

统 筹：王莉莉

特邀策划：王云珍

管理者——甚至那些四分之一世纪以前的管理者，在认识今天的企业环境时都会感到困难重重。在新的世界规则中，公司必须证明其在产品市场（制造和销售最好的产品和创意）和资本市场（通过对现有资源的充分利用来创造价值）上的价值。

《EVA与价值管理》是第一部直截了当、全面综合论述经济附加值（EVA）和管理价值（VBM）正反两面问题的专著。无数案例证明，EVA/VBM能提高股东价值，增强成功实施价值管理的企业实力。

EVA与价值管理能为您：

- 对潜在在EVA和VBM背后的概念给出一个清晰的阐释
- 通过大量现实案例提供EVA用于业绩衡量和激励薪酬的一个高度可操作性的实用指南
- 提供关于EVA和颇具竞争力的价值管理方法正反两方面的中肯评价
- 对有助于或妨碍实施EVA管理的公司特点进行了直截了当的论述，以便帮助您确定EVA和VBM是否适合于您的公司。

<http://www.mheducation.com>

序 言	1
-----------	---

第一部分 理解 EVA

第一章 股东价值革命	2
一 股东价值增值	3
二 一个典型案例：欧洲与股东价值革命	5
三 价值创造与利益相关人	8
四 价值管理与 EVA 的比较——结语	11
第二章 价值创造与 EVA	13
一 价值评估原理	13
1. 现金流贴现	13
2. 内部回报率	16
二 市场附加值和超额回报	18
1. 市场附加值	18
2. 超额回报(Excess Return)	20
三 EVA 就是解决办法	23
四 EVA 的计算	29
五 运营资本需求(WCR)	33
六 MVA/EVA 计算的案例研究	34
1. Harnischfeger 公司的 MVA	38
2. Harnischfeger 公司的 EVA	39
七 超额回报、MVA 与 EVA 的比较：美国和欧洲的 实例	40
八 价值创造	49
1. 提高现有资本的回报水平	50
2. 赢利性增长	51
3. 从价值毁灭型项目抽回资本	51

4. 更长的竞争优势期 (CAP)	52
5. 降低资本成本	52
九 最后提示	53
十 结 论	55
 第三章 实施 EVA 管理	56
一 一个实施 EVA 的成功案例: SPX 公司的例子	56
二 管理者在实施 EVA 管理的公司中做些什么?	58
三 EVA 和企业文化改变	60
四 EVA 的实施过程	61
五 实施 EVA 管理成功公司和不成功公司的特征	65
六 EVA 实施中的常见问题	66
1. 投资不足的问题	67
2. 协同作用问题	68
3. 透视公司控制权	69
4. 协同作用和控制权问题: 可能的解决方法	72
七 EVA 不仅是一种好的管理方法, 它还包含一些新思想	74
1. 资本成本	75
2. 会计调整	76
3. 管理薪酬	79
八 结 论	79
 第四章 管理薪酬	80
一 管理薪酬的基本目标	80
二 协调管理人员与股东的利益	81
三 财富杠杆: 管理激励的关键衡量指标	83
四 建立强有力的激励机制: 管理人员收购	84
五 MBO 模式的缺陷	89
六 MBO 的结果: 股票期权授予的大幅增长	90
七 挽留风险和竞争性工资模型	91
八 竞争性工资模型中红利计划的设计	95
九 EVA: 决定管理薪酬的一种更好的方法	97
1. 最初的 EVA 红利计划	98
2. 现代 EVA 红利计划	100
十 EVA 薪酬模型的局限性	104

1. 不同的风险偏好	104
2. 波动性行业	105
3. 成长型企业和新兴市场	105
4. 金钱不是万能的	106
5. 文化差异	106
十一 EVA 的替代方法	109
1. 股权剥离	110
2. 跟踪股票 (Tracking Stock)	114
十二 结 论	117

第二部分 运作 EVA: EVA 的技术内容

第五章 资本成本	120
一 什么是资本成本	120
二 资本资产定价模型 (CAPM)	122
三 什么是 Beta	123
四 为什么对 Beta 有争议	126
五 关于市场风险酬金的争论	128
六 估计私人公司和部门的 Beta 值	131
1. 按地域组织的部门	131
2. 按生产线组织的部门	132
七 CAPM 方法的局限性	133
八 套利定价模型	135
九 金融战略和价值创造	138
1. 避 税	139
2. 财务危机的成本	141
十 其他因素对资本结构的影响	145
1. 代理成本	145
2. 信息不对称	147
3. 等级次序理论 (pecking order theory)	147
4. 实现资本结构目标	148
十一 资本结构的确很重要	150
十二 结 论	151

第六章 EVA 的会计调整	152
一 主要会计调整	153
1. 关于“成功努力”会计法(Successful efforts accounting)的调整	153
2. 关于研发费用的调整	156
3. 关于递延税款(Deferred Tax)的调整	162
4. 关于质量担保和坏账准备金的调整	165
5. 关于后进先出法的调整	168
6. 关于折旧的调整	170
7. 关于商誉的调整	175
8. 关于经营租赁的调整	184
9. 关于重组费用的调整	188
10. 资本费用的会计处理方法	189
二 EVA 的会计调整程序	191
三 考虑 EVA 和会计调整的基本框架	192
四 REVA 法:以会计核算为基础的 EVA 的一种替代方法	194
五 对股票市场回报的解释:EVA 真的是更好的指标吗?	196
六 总 结	199
七 结 论	200
第七章 价值驱动要素	201
一 EVA 与协同效应问题	201
二 财务性价值驱动要素和 EVA	203
三 非财务性价值驱动要素	208
四 未来增长机会和价值驱动要素	213
五 平衡记分卡(Balanced Scorecard)	218
1. 寻找恰当的价值驱动要素	222
2. 价值驱动要素和薪酬	223
3. 使用价值驱动要素:关键成功要素	225
4. 平衡记分卡:最后一个警告	225
六 结 论	226
七 附录:关键财务报表比率	226
第八章 管理薪酬的再透视	228
一 EVA 红利计划的校准	228

1. 预期 EVA 增量	230
2. 其他影响 FGV 的因素	233
3. EVA 区间	238
4. 红利公式校准	239
5. 部门 EVA 增量目标的确定	244
二 EVA 公司的实际红利计划	247
1. 同时采用 EVA 和其他指标的公司	249
2. 仅使用 EVA 的公司	251
3. 当一切都出现错误时：放弃 EVA	254
4. 为什么放弃 EVA	255
5. 弃用 EVA 的公司与续用 EVA 的公司	256
三 竞争性薪酬分析	256
1. 同类集团	257
2. 职位匹配	260
3. 薪酬的要素	260
4. 直接薪酬总额	262
5. 关于各年度薪酬水平波动的难题	263
6. 薪酬支付膨胀	268
7. 根据规模调整薪酬	269
四 EVA 公司的管理人员薪酬的总财富杠杆比率	272
1. 股票和期权的财富杠杆比率	272
2. 当年薪酬的财富杠杆比率	273
3. 未来薪酬的财富杠杆比率	274
4. 总薪酬财富杠杆比率	276
5. 期权授予方式的重要性	276
6. 股票薪酬对部门经理财富杠杆比率的影响	279
五 结 论	279
六 附录：Hershey 公司 EVA 区间的测算	280
 第九章 两种评价指标的争论——EVA 与 CFROI	283
一 什么是 CFROI?	284
二 CFROI 是怎样计算出来的?	284
三 CFROI 估值模型	288
四 用财务报表计算 CFROI：Harnischfeger Industries 公司的 案例	296

五 为什么我们不只计算一个简单的回报率呢?	299
六 CFROI 和通货膨胀	299
七 CFROI 的回归: 证据没有说服力	303
八 与回归相关的另一个问题: 它可能意味着负值 NPV (净现值) 的投资	306
九 在哪些地方不能用“回归”	307
十 可持续增长率	308
十一 HOLT 和 BCG 对 EVA 的批评	309
十二 CFROI 的应用	310
十三 CFROI 和管理薪酬	313
十四 结 论	315
十五 附录: CFROI 下的资本成本	315
第十章 理解评价指标的争论	317
一 比较这些评价指标: 一个案例研究	320
1. 剩余收益组成指标	322
2. 剩余收益指标	323
3. 基于市场的评价指标	326
4. 现金流量评价指标	331
二 对业绩评价指标选择的展望	335
三 结 论	342

第三部分 结 论

第十一章 应吸取的教训及 EVA 的未来	344
一 EVA 的经验教训	345
二 EVA 的未来展望	348

第一部分

理解 EVA

- 第一章 股东价值革命
- 第二章 价值创造与 EVA
- 第三章 实施 EVA 管理
- 第四章 管理薪酬

第一章 股东价值革命

一位证券分析家曾这样向我们描述他父亲的运输公司。对这样一家小企业而言，增长与投资决策通常并不比再购置一辆卡车的决定更复杂。与以优异成绩毕业于英国商学院获得工商管理硕士学位（MBA）的儿子不同，父亲对经济附加值、现金流贴现或其他现代公司财务管理工具一无所知，但在信封背面的计算却为他提供了答案。他知道，如果决策失误，他将使企业背上无力偿还的债务负担。

“如果我再购买一辆卡车，”他问，“我必须赚取多少额外利润，才能支付这笔货款？这项投资是否会使我的经济状况好转？”所有成功的小企业主都拥有价值创造的直觉，只是他们不会用一个商学院研究生的严谨方式加以表述。

大公司的高层经理们也有这种直觉。但在管理过程中，他们有时也会做得很差，甚至会毁掉数十亿美元的财富。一家大型上市公司的高级执行官与一个小型运输公司老板的区别何在？成功的小企业主是靠某种民间智慧来打败比其大的商业竞争对手的。我们的主流文化推崇这些大卫们（劳动者）的品质，他们将行动迟缓的歌利亚们（上层人物）打败。这是一种有趣的说法，但现实却并非如此罗曼蒂克。

原因很简单，公司高级执行官得到的报酬太高了，以至于他们没有必要为创造价值担忧。当经理们并不拥有他们所管理的公司时，或仅仅拥有一小部分股份时，他们就不会把价值创造作为其首要任务，这毫不奇怪，因为他们所创造的价值属于别人。其结果便是价值无意中被毁灭，不是因为经理们所追求的其他目标，如市场份额、产量增长、顾客满意度、就业职位、利益相关人等，与价值创造相冲突，而是由于深层次的战略原因。

我们并不是不追求上述目标。然而，价值创造公司追求这些目标并不是为了追求它们而追求它们，而是因为不这样做，就难以实现向股东们承诺的长期价值创造目标。赚取较高的资本回报是任何一家企业获得成功的先决条件，大型的、组织结构复杂的公司有时却把这个问题弄得模棱两可。公司的官僚会误导经理们，使他们相信资本来源于财政预算而不是来源于资本市场。

更多的高层经理现在也认识到这个问题。不规范资本市场上存在着如何提供日益增大的利润的压力，它会引导全世界数百个大公司接受新的业绩计算方法，以跟踪显示经理们在为其股东创造价值上取得的成就，激励公司全体员工将其工作与价值创造的最高目标协调一致。

近年来，人们经常向公司经理们询问缩略词如 EVA、RONA 和 CFRIO 的含义。尽