

财务管理经典译丛

“十五”国家重点图书出版规划项目



Foundations of Economic Value Added

(美) 詹姆斯·L. 格兰特 著

刘志远 武永红 李春璠 李进鹏 译

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

“十五”国家重点图书出版规划项目

【财务管理经典译丛】

经济增加值基础

(第二版)

(美) 詹姆斯·L. 格兰特 著

刘志远 武永红
李惠璠 李进鹏 译

 **东北财经大学出版社**
Dongbei University of Finance & Economics Press

大 连

© 东北财经大学出版社 2005

图书在版编目 (CIP) 数据

经济增加值基础 (第二版) / (美) 格兰特 (Grant, J.L.) 著; 刘志远等译. —大连: 东北财经大学出版社, 2005.3

(“十五”国家重点图书出版规划项目·财务管理经典译丛)

书名原文: Foundations of Economic Value Added

ISBN 7-81084-483-0

I. 经… II. ①格… ②刘… III. 经济增长-研究 IV. F061.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 091737 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2003-242 号

James L. Grant: Foundations of Economic Value Added, Second Edition

Original English edition copyright © 2003 by Frank J. Fabozzi, original ISBN 0-471-23483-4

Authorized translation from the English language edition published by John Wiley & Sons, Inc., simplified Chinese translation edition copyright ©2005 by Dongbei University of Finance & Economics Press

All rights reserved.

本书简体中文版由东北财经大学出版社独家出版、发行, 未经出版者书面许可, 任何人均不得复制、抄袭或节录本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网 址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@vip.sina.com

东北财经大学印刷厂印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 180mm × 230mm

字数: 297 千字

印张: 15 3/4

2005 年 3 月第 1 版

2005 年 3 月第 1 次印刷

责任编辑: 高 鹏 田玉海

责任校对: 刘铁兰

封面设计: 冀贵收

版式设计: 刘瑞东

定价: 28.00 元

【译者序】

1982年，斯特恩—斯图尔特公司（Stern Stewart & Co.）对“剩余收益”（residual income）等早期的经济利润指标进行改造、完善，并冠之以“经济增加值”（economic value added, EVA）这样一个新的名称。仅仅经过20年稍多一点的时间，经济增加值就已经成为经济管理领域，特别是财务金融管理领域最流行的词汇之一。更为重要的是，经济增加值已经被很多国际大公司用来指导为股东进行经济价值创造，在金融投资界得到广泛认可和使用，在学术界也已经成为一个研究热点领域。

经济增加值现已成为衡量公司成功与否的一个重要指标。与传统的会计利润指标相比，经济增加值全面考虑企业所占用资本的成本，包括权益资本成本与负债资本成本。按照经济增加值理论，即使一家公司的会计利润为正值，它也可能是一家破坏财富和企业价值的公司。因为会计利润为正值仅仅代表了一家公司所获得的资本回报大于负债资本的成本，这一会计利润还有可能不足以补偿权益资本成本。只有为其所占用的所有资本（包括权益资本和负债资本）提供了正常回报的公司，才算得上是真正创造财富和价值的公司。由此可见，经济增加值与股东财富最大化的要求近乎相同，与价值创造这一现代企业的根本目标紧密呼应，与价值管理这一企业管理的大趋势相互支撑。这也正是经济增加值迅速流行起来并很快被实务界所接受、被学术界所关注的根本原因。

近些年以来，国内财务、会计学术界已经对经济增加值的一些基本内容做了大量的介绍，结合国内实际开展了一些研究和推广工作，企业界也开始关注经济增加值这一度量公司真实利润的创新性工具，并开始尝试进行一些应用。但我们还非常缺乏系统、深入地论述经济增加值的原理、方法、应用、研究等方面内容的著作。东北财经大学出版社敏锐地发现和引进了詹姆斯·L. 格兰特博士所著的《经济增加值基础》一书的第二版，并委托我们将其翻译为中文，推荐给我国的广大读者。

詹姆斯·L. 格兰特博士是经济增加值研究领域的国际知名学者，他所著的《经济增加值基础》一书首次出版以来便由于其清晰的结构、丰富的内容和首次在经济增加值与有关各方间架起了一座桥梁的开创性，而受到了学者与从业人员的一致好评。该书第二版已经于2002年出版发行。与第一版相比，该书第二版结构上更为完善，论述上更为清晰易懂，内容上更为充实，增加了经济增加值在实务应用中的最新改进和学术研究中的最新发展。本书的最大特点就是理论论述、实证研究与应用指导相结合。本书内容范围涉及如何对经济增加

值进行计算,如何利用经济增加值进行科学、合理的投资决策、筹资决策、公司估价,以及如何使用经济增加值的理论与原则对具体的公司、行业,甚至整个宏观经济进行分析等。书中关于财富创造者与财富破坏者财务特征的描述、经济增加值的标准会计调整、资本成本的估计等,都可直接被用于实践操作。

在整个翻译过程中,我们时刻能够领略到格兰特博士有关经济增加值理论本质及广泛应用性的真知灼见,体会到格兰特博士严谨的治学态度,这也无形中鞭策参与本书翻译工作的所有译者不敢有稍许懈怠。本书的翻译工作由南开大学国际商学院副院长、会计系主任刘志远教授领衔,整个翻译过程分为三个阶段。第一个阶段,刘志远教授带领武永红(南开大学国际商学院博士研究生)、李惠璠(南开大学国际商学院博士研究生)、李进鹏(南开大学国际商学院硕士研究生)完成了全书的初译工作。第二个阶段,在本书初译稿的基础上,以刘志远教授为主对全书进行了逐字逐句的校对,进一步规范了全书中专业术语的一致性,校改了初译中存在的误译、漏译,对初译中存在的不符合中文表达习惯的翻译进行了调整。武永红、李惠璠也不同程度地协助刘志远教授对本书初译稿进行了审校。第三个阶段,刘志远教授以及武永红、李惠璠对全书译稿进行了最后的通读、通校。

我们非常希望为我国的读者奉献一本高质量的译著,并为此付出了大量的时间与精力,但限于译者水平以及目前在专业词汇的翻译等方面尚缺乏统一的标准等原因,本书的翻译肯定还存在许多有待改进之处。我们衷心欢迎读者批评指正,希望今后有机会进一步改进和提高。

最后,我们诚恳地借此机会对东北财经大学出版社国际合作部的高鹏主任在本书翻译过程中给予的关心与支持表示由衷的感谢。为保证本书的翻译质量,高主任多次对出版社的工作安排进行协调,为本书的翻译工作提供了非常宽松的时间。

译者
于南开大学
2004年12月

【推荐序】

至少对于一代人而言，投资者与公司决策者的关注焦点很可能从未像过去几年那样如此飘忽不定。为成长而成长的状况已经让位于对资本利用效率和资本回报的密切监督。风险也已经从机会的丧失改变为资本的损失。最重要的是，公司估价及其所有单个构成要素，均强调需要服从根据公司基本体系与未来前景在定期股票价格上已经得到反映的市场期望。

在市场与经济环境的这一戏剧性的变化过程中，经济利润的概念一直保持未变，但其现在更流行地被称为经济附加值。然而，熊市、经济衰退、公司丑闻，以及系统风险环境的变化等经历，则以一种不同寻常的方式导致人们对高级财务报表分析的关注日益增多。

我于 1997 年就职于瑞士信用资产管理公司 (Credit Suisse Asset Management)，负责该公司生息大股本组合管理 (active large - capitalization portfolio management)，即优良资产 (select equity)。该产品运用基于经济利润的分析进行管理，使之非常独特。尽管有一些产品资料对现有的分析过程进行了描述，但市场需要一份更加综合的白皮书，从而使经济利润的有效性植根于这一所谓的投资新时尚中。尽管在现实世界的资产管理中实行这一概念有过成功的历史，但仍有人怀疑，因为经济利润的“时尚”强调资本的现金流回报，而不是每股盈余 (earnings - per - share)。经济利润也强调使用公司现金流的波动性，而不是 β 系数来度量风险，这在当时是一种非常独特的方法。

目前已有的几本书主要面向公司用户，介绍如何使用经济利润和其他基于价值的指标，但是还没有一本书真正将股票价格与投资绩效联系起来。让其成为华尔街广泛接受的常识仍有待时日。对我而言这很有讽刺意味，因为华尔街的分析师是财务报表的主要使用者，在解释和评价企业方面也最有影响力，但公司好像比华尔街的分析师更加熟悉经济利润的知识，也更加理解经济利润背后的原理，在寻找一位学术界人士帮助我起草白皮书时，我有幸读到詹姆斯·格兰特博士所著的《经济增加值基础》第一版。本书具有开创性，因为该书首次在有关各方间架起了一座桥梁。从此格兰特博士和我这些年来合作了许多项目，包括合著了《聚焦价值》(Focus on Value) 一书，进一步对经济利润作为公司和投资人制定决策的实用工具进行了解说。

自从《经济增加值基础》一书的第一版出版以来，在推进书中许多基本原理方面已经取得了很大的进步。但是，就像大多数商业努力，甚至组合管理那样，收益并不是均匀分布的，而是非常集中。不幸的是，在投资者对管理者、

财务报表和华尔街的研究失去信心之后，才在研究中越来越多地接受并快速采用基于经济利润的分析。尽管这一概念没有任何变化，但看到经济利润原理在应用与执行中得到不断的改进仍然令人耳目一新。

《经济增加值基础》第二版是一本值得多次仔细阅读的好书。该书不仅使读者有机会学习基于价值的财务报表分析的基本要素，而且以很有说服力和通俗易懂的方式显示了公司资本分配决策与股票价格之间的联系。

詹姆斯·A. 爱贝特 (James A. Abate), 注册会计师 (CPA)、特许财务分析师 (CFA)
全球资产管理公司 (美国) [Global Asset Management (USA), Inc.]
投资主管 (Investment Director)

《经济增加值基础》第二版是对第一版的极大扩展。第二版的焦点更加广泛，同时也更加鲜明地集中于经济利润在财务理论中的作用，EVA 作为度量公司财务成功指标的实证相关性，以及如何在评价公司、行业甚至市场经济时应用 EVA 的原理。这一扩展版本新增加了几章，包括如何用标准会计调整 (standard accounting adjustments) 估计 EVA，使用自由现金流 (free cash flow) 和经济利润模型 (economic profit models) 对企业及其股票价格进行估价，正负经济折旧对 EVA 的影响 (the EVA role of positive and negative economic depreciation)，开发基于 EVA 的因子模型方法来估计资本成本等。

我们已经提到，《经济增加值基础》第二版保留了第一版的基本原理，强调这一点非常重要。换句话说，公司理财专业的毕业生（他们中有一些现在可能已经成为了 CFO）将会回想起，在运转完善的资本市场上，公司运营决策和投资决策的制定独立于股东对于当前和未来期望消费的“偏好”（或效用）。在这一理性假设下，公司管理者宣告的正净现值（等于平均 EVA 正值的折现）会增加公司所有现有股东的财富；但不幸的是，投资者认为是负的净现值公告会破坏股东的价值。不管公司管理者是否认识到这一点，这种有效市场的条件是他们能够根据经典的净现值规则进行投资决策的基本依据。

相似地，公司理财的现代原理表明，如果资本市场真正有效，那么不需要考虑公司融资的特定方法（负债或权益），就基本可以制定出正的平均 EVA 值折现增长的决策。实际上，一家杠杆公司（有长期负债的公司）管理者所做的增加 EVA 的决策 (the EVA - enhancing decisions) 将产生同样的财富效应，就好像该公司完全无杠杆（也就是没有负债）一样。但是，在市场不完善的情况下，公司管理者需要考虑公司有效的负债税盾（即抵税效应）(debt - tax subsidy)，以及由于负债融资较低的加权平均资本成本而带来的潜在代理利益对 EVA 折现的影响。

对于公司理财，EVA 在投资中有许多应用。例如，如果公司的市场资本总额 (market capitalization) (负债价值加权益价值) 达不到基于 EVA 的内在价值 (EVA - based intrinsic value)，那么该公司发行在外的债券和股票的价值在市场上就被低估了。购买错误定价公司的有价证券，如净现值对经济增加值比例相对较低的那些公司，积极的投资者可能从该公司发行在外的负债和权益证券上大发横财。在这一积极投资的情形下，股票价格上扬，因为折现的正 EVA 公告真正增加了投资者的收益蛋糕；同时由于该公司风险负债信用升级，

债券投资者也可以大发横财。因此，证券分析师和投资经理也能看到，对于公司发行在外的负债和权益证券估价而言，EVA 对其定价都很有启示。

在写作《经济增加值基础》第一版和第二版的过程中，我从同事的许多远见中受益匪浅。在第一版中已经对 John Stahr, Wayne Archambo, 以及 Paul Price 表示了感谢，我仍然感激他们早先的评论促进我深刻理解经济利润原理在评价公司、行业和市场经济中的实践意义。在第二版中，我最为感激我的同事、纽约全球资产管理公司的 James Abate 所给予的评论和意见，James Abate 在本书第一版刚刚出版之后就和我取得了联系。开发并能够看到 EVA 原理在股票选择和组合风险控制两个方面都能够有实际运用，我感到非常欣慰。James Abate 和我还合著了《聚焦价值：公司和投资者财富创造指南》(*Focus on Value: A Corporate and Investor Guide to Wealth Creation*) (John Wiley & Sons, 2001)，在那本书中对 EVA 所做的深入剖析也被添加到本书中，如基于 EVA 的因子模型方法。

在研究方面，我最为感激斯特恩—斯图尔特公司 (Stern Stewart & Co.) 的 Al Ehrbar 和 Bennett Stewart，他们毫不犹豫地提供了有关总体绩效排名中 1 000 家公司 (the Performance 1 000 Universe) 的市场增加值 (MVA) 和经济增加值 (EVA) 数据。有必要正式说明，我对经济增加值 (及与其等价的折现市场增加值) 作为一种度量公司真实利润的创新性工具的热情，没有受到斯特恩—斯图尔特公司的任何人的丝毫影响。我也要感谢麦勒迪斯·格兰特·安德森 (Meredith Grant Anderson, 卡内基·梅隆大学的物理学博士生)，与甘内什·乔伊斯 (Ganesh Jois, 巴鲁克学院荣誉项目的 MBA 班学员)，在本书构建许多图表时他们担任了定量研究助理。最后，但不是最不重要，我也要向耶鲁管理学院的 Frank J. Fabozzi 深深道一声感谢。他多年来的鼓励使得《经济增加值基础》一书两个版本的写作都充满乐趣。就像上面提到的那样，是 Frank，而不是我最先提出扩展我发表在《组合管理杂志》(*Journal of Portfolio Management*) 1996 年秋季号的有关 EVA 的研究。

詹姆斯·L. 格兰特 (James L. Grant)

【作者简介】

詹姆斯·L. 格兰特 (James L. Grant) 是 JLG 研究公司 (一家专攻经济利润研究的公司) 的总裁, 并任教于纽约城市大学巴鲁克学院 (Baruch College of the City University of New York) 财务系。格兰特博士还担任纽约全球资产管理公司的特别顾问。他从芝加哥大学商学院获得了商学博士学位, 并且在有关基于价值指标的行业会议上已经是一位知名演讲者。格兰特博士在《组合管理杂志》的编辑顾问委员会任职。他在包括《组合管理杂志》(*Journal of Portfolio Management*) 和《投资期刊》(*Journal of Investing*) 在内的投资方面的期刊上发表了数篇论文。格兰特博士与詹姆斯·A. 爱贝特合著了《聚焦价值: 公司和投资者财富创造指南》一书, 与 Frank J. Fabozzi 分别合著了《权益组合管理》(*Equity Portfolio Management*) 一书、合编了《基于价值的指标: 基础与实践》(*Value - Based Metrics: Foundations and Practice*) 一书。

【译者简介】

刘志远

教授、南开大学国际商学院副院长、会计学系主任、博士生导师。同时兼任中国会计学会、中国注册会计师协会、中国会计教授会、中国中青年财务成本研究会等多个全国性和地区性学术团体的理事等学术职务。1994年毕业于南开大学管理学系，获经济学博士学位，曾于1989年至1990年参加中加联合培养管理博士项目。自1996年以来，承担省部级科研课题十余项，出版专著两部，出版主编教材及翻译教材数部，并在各类核心期刊和各种全国性学术会议上发表论文几十篇。在会计理论、财管会计（管理控制系统、业绩计量与评价、报酬激励系统、预算管理等等）等方面均有深入研究和独到见解。

武永红

南开大学国际商学院2002级企业管理专业博士研究生，研究方向为服务管理、战略管理，师从南开大学国际商学院张金成教授。2002年毕业于南开大学国际商学院企业管理专业，并获管理学硕士学位。1996年获“中国计算机软件著作权和水平考试中心”授予的“高级程序员”证书。1996年毕业于南开大学数学系信息科学专业，并获理学学士学位。曾任天津城建学院计算中心技术骨干、天津鸿都广告公司策划总监。主持或参与了多项横纵向课题，并发表多篇论文。

李惠璿

南开大学国际商学院2003级企业管理专业博士研究生，主要研究方向为服务管理、战略管理，师从南开大学国际商学院张金成教授。2003年获得南开大学工商管理硕士（MBA）学位，在硕士研究生学习期间主要研究方向为财务管理。曾参与多项横向及纵向课题，并参与翻译了多部兼具理论性与实践性的国外精品著作。

李进鹏

2003年7月毕业于南开大学国际商学院会计学系，获硕士学位。在学习期间参与翻译多部财务管理方面的著作，并发表多篇学术论文。现任职于华能国际电力股份有限公司。

【目 录】

第 1 章	EVA 革命	1
1.1	EVA 实践	1
1.2	EVA 的演化	2
1.3	EVA 的操作性定义	3
1.4	MVA 与 EVA: 一个简单的例子	4
1.5	财富创造公司预览	6
1.6	财富破坏公司预览	8
1.7	会计违规与信息完整性	11
1.8	EVA 视野 (译者注: 指本书涉及的范围)	12
1.9	小结	13
第 2 章	财务理论中的 EVA (一): 投资决策	15
2.1	两期净现值模型	16
2.2	EVA 为正值时的财富创造	17
2.3	案例: EVA 为负值时的财富破坏	21
2.4	案例: EVA 为零时的财富中性	23
2.5	价值/资本比率的真正含义	24
2.6	不同经济利润指标间的关系	25
2.7	MVA 与 EVA: 一些大规模的实证证据	28
2.8	小结	31
第 3 章	财务理论中的 EVA (二): 筹资决策	32
3.1	外部筹资还是内部筹资	33
3.2	资本结构理论: 更仔细地考察	34
3.3	一组 EVA 命题	36
3.4	资本结构的传统观点	37
3.5	对 MM 命题观点和传统观点的图解	40
3.6	负债利息可免税	43
3.7	代理成本	44
3.8	小结	46

第 4 章	基本经济利润	47
4.1	杠杆公司与无杠杆公司	47
4.2	如何估计基本的 EVA	48
4.3	OKB 公司 (OK Beverage Company)	49
4.4	对基本价值评估的考虑	55
4.5	发现真正的价值	57
4.6	增加 EVA 的方式	59
4.7	小结	61
第 5 章	财富创造者与财富破坏者的财务特征	62
5.1	市场增加值 (MVA) 和经济增加值 (EVA): 美国前十大财富创造公司	62
5.2	MVA 和 EVA: 50 家大型财富创造公司	65
5.3	对财富创造者在一段时间内的统计考察	68
5.4	财富破坏者的财务特征	70
5.5	MVA 与 EVA: 美国十大财富破坏者	71
5.6	MVA 和 EVA: 50 家最大的财富破坏公司	73
5.7	MVA 与 EVA: 总体绩效排名的十分位特征	77
5.8	小结	79
第 6 章	企业价值评估 (一): 自由现金流模型	81
6.1	现金流模型概述	82
6.2	企业价值评估基础	83
6.3	增长模型	84
6.4	传统的自由现金流模型	86
6.5	自由现金流价值评估	89
6.6	考察剩余期间价值	92
6.7	COC 的变化	93
6.8	股利折现模型 (DDM)	95
6.9	提醒	96
第 7 章	企业价值评估 (二): 经济利润模型	97
7.1	经济利润模型	97
7.2	经济利润的价值评估	100
7.3	投资机会	101
7.4	资本成本影响概述	104
7.5	EVA 模型的整理	106
7.6	小结	107

第 8 章	衡量获利能力和成功的传统指标	108
8.1	财务比率概述	108
8.2	关于传统绩效指标的介绍	110
8.3	增长率	110
8.4	从杜邦公式透视 ROE	112
8.5	可口可乐公司的经典“ROE 公式”	113
8.6	传统的价值评估指标	114
8.7	基本股票回报率 (FSR)	116
8.8	FSR 的应用	117
8.9	传统观点对于要求回报率的忽视	118
8.10	证券市场线 (securities market line, SML) 的作用	120
8.11	杠杆的传统作用	121
8.12	小结	123
第 9 章	EVA 会计调整	125
9.1	标准会计调整	125
9.2	解构 ROC	138
9.3	估计投资现金流回报率	140
9.4	小结	142
	附录 9.A 估计 EVA: 微软公司	143
	附录 9.B 估计 EVA: 通用汽车公司	148
第 10 章	经济折旧的作用	155
10.1	使用直线折旧法引致的 ROC 偏差	155
10.2	负折旧 (收购和研发投资)	158
10.3	小结	161
第 11 章	估算资本成本	162
11.1	估算资本成本的传统方法	162
11.2	CAPM 的传统替代法	164
11.3	资本成本估算的 EVA 方法	166
11.4	权益资本成本的 EVA 因素模型法	168
11.5	EVA 模型法的应用: 道·琼斯工业公司	171
第 12 章	使用公开披露的财务报告估算 MVA	173
12.1	两阶段 EVA 增长模型	174
12.2	两阶段 EVA 增长模型示例	174
12.3	与经典 NPV 模式的联系	176
12.4	估算 EVA: 默克公司案例	177
12.5	估算 MVA: 默克公司	182

	12.6 经典 NPV 模型的现实联系: 默克公司	184
	12.7 投资机会的仔细考虑	185
	12.8 小结	188
第 13 章	使用 EVA 进行公司分析	190
	13.1 EVA 成长战略	191
	13.2 EVA 价值战略	195
	13.3 有关多样化和有效市场的考虑	197
	13.4 EVA 增长法和价值法的综合考虑	199
	13.5 预定 EVA 投资组合的业绩	200
	13.6 2000 年的十佳公司	202
	13.7 小结	204
第 14 章	使用 EVA 进行行业分析	205
	14.1 美国各行业的 MVA 和 EVA: 初始结论	205
	14.2 一种行业分析的现代方法	207
	14.3 使用 EVA 进行行业分析的传统方法	208
	14.4 使用 EVA 进行行业定量分析	210
	14.5 美国各行业的 MVA 和 EVA: 2000 年的结果	215
	14.6 行业分析的现代方法: 重新审视	217
	14.7 使用 EVA 进行行业分析的传统方法: 重新审视	218
	14.8 资本回报率和资本成本: 2000 年末的美国 23 个行业	219
	14.9 小结	220
第 15 章	使用 EVA 进行宏观分析	222
	15.1 宏观 EVA: 实证结果	223
	15.2 对美国经济中 EVA 创造的深入研究	224
	15.3 EVA 加速期: 1982—1986 年 (升起 EVA 旗帜!)	225
	15.4 EVA 减速期: 1987—1991 年 (EVA 旗帜降低)	226
	15.5 EVA 加速期: 1992—1995 年 (升起那面 EVA 旗帜)	228
	15.6 EVA 的波动和下降: 1996—2000 年 (OOPS, 降低 那面 EVA 旗帜)	229
	15.7 综合分析宏观 EVA 结果	229
	15.8 利率变化及双因子 EVA 模型	230
	15.9 总统对 EVA 的影响	231
	15.10 宏观 EVA 的一致性: 1982—2000 年	234
	15.11 小结	235

第 1 章

EVA 革命

在市场驱动的经济中，许多公司将会创造财富。但是，有一些公司无疑将会破坏财富。找出不同公司中那些导致财富创造和财富破坏的经济因素，对于许多人来说都非常重要，其中至少包括公司管理者和投资管理者。对于公司管理者而言，财富创造是公司在经济上生存的基础。在开放的经济中，没能（或拒绝）理解这一规则的管理者将使组织及他们自己的职业生涯处于危险的境地。^①

在市场上找到“最好”的公司和产业对于投资管理者极为重要。借助恰当的财务工具，投资组合管理者能够积极主动地提高组合绩效，使之大大超过在相似风险指数的被动战略下所能获得的回报。现在，一种新的、被称为 EVA 的分析工具正在这一财富发现和公司选择的过程中发挥作用。隐藏在可被正式称为“EVA 革命”背后的驱动力就是 EVA 这一财务指标在公司理财和投资管理两个领域所产生的创新性变革。

§ 1.1 EVA 实践

这一被称为经济增加值（EVA）的分析工具于 1982 年^② 由约耳·斯特恩（Joel Stern）和 G. 贝内特·斯图尔特三世（G. Bennett Stewart III）所领导的公司咨询团队商业化开发而来。^③ 因为其看待公司真实盈利性的创新性方式，这一财务指标很快就被企业界所接受。与传统的利润指标不同，如 EBIT、EBITDA 和净营业收益（net operating income），EVA 考察公司的“剩余盈利”（residual profitability），即扣除借入资本（debt capital）的直接成本和权

① 这并不是说非市场经济制度原则上将比市场导向的制度创造更少的财富。

② 应该注意的是，EVA 的商业化开发并不是突然地发生在一夜之间。它是由早期经济利润创新者发展而来的，如约耳·斯特恩认识到会计收益在实践中的局限性。参考 Joel M. Stern, “Earnings Per Share Don't Count”, *Financial Analyst Journal* (July/August 1974) 等文献。

③ EVA[®] 是斯特恩—斯图尔特公司的一个注册商标。对于 EVA[®] 指标富有深刻见解的讨论及这一经济利润指标在公司理财背景下如何使用，参考 G. Bennett Stewart III, *The Quest for Value* (New York: HarperCollins, 1991) 和 Al Ehrbar, *EVA: The Real Key to Creating Wealth* (New York: John Wiley & Sons, Inc., 1998)。

益资本的间接成本之后的净值。^① EVA 与股东财富最大化的要求近乎相同，因此，EVA 成为了现今度量公司成功与否的一个指标。

大公司已经使用 EVA 来指导为股东进行经济价值创造，如可口可乐、帝阿哥欧 (Diageo)、莉莉 (Lilly/Eli)、Guidant、SPX 等。这些公司将管理者在公司运营部门内创造 EVA 正值的能力（或缺乏这种能力）作为构建薪酬奖励方案的基础。对于部门营业利润 (operating profits) 总的来说超出相关资本成本 (cost of capital) 的管理者，会给予正向的报酬激励；而如果某部门的利润长期达不到总的资本成本，将会给予负向的报酬激励。由于 EVA 既考虑了借入资本成本、又考虑了权益资本成本，能够激励管理者就像股东一样来进行公司投资决策。

EVA 在投资界也得到广泛认可。1996 年 6 月在 CS First Boston 举行的“经济增加值”会议和 1997 年 5 月高盛公司 (Goldman Sachs) EVA 研究平台的构建，就是 EVA 在这一领域令人兴奋的发展的佐证。实际上，买方投资公司，如全球资产管理公司和奥本海默资本公司 (Oppenheimer Capital)，在其股票选择、组合构造和风险控制过程中已经使用了 EVA。^② 其他大投资公司正在密切地关注着 EVA。EVA 的应用也正在向全球绩效分析领域延伸。此外，最近发表在许多财务和投资期刊上的经验性研究，包括《组合管理期刊》，显示出 EVA 在学术界和财务界都正在向前发展。^③

§ 1.2 EVA 的演化

经济利润（或经济增加值，EVA）的演化是一项令人着迷的研究，其历史根源可被追溯到古典经济学家提出的“剩余收益” (residual income) 这一概念。例如，关于企业所有者利润的真正含义，让我们看看英国著名经济学家阿尔弗雷德·马歇尔 (Alfred Marshall) 于 1890 年为经济利润所给出的如下定义：^④

从利润中减去其资本按照当前利率计算的利息之后所剩余的部分可被称为企业所有者的营业或管理盈余 (earnings of undertaking or management)。

基于马歇尔的陈述，经济学家对利润的定义（可称为收益或经济利润的剩余观）很明

① 在本书中交替使用只取首字母的缩写词 EVA、经济利润和剩余盈利。严格地说，可对公司的 EVA（本书所强调的）和股东的经济利润/剩余盈利进行区分。对于基于 EVA 指标的这种混合的观点（尽管不太严格）突出经济利润改进在公司风险性股票和债券（通过信用升级）上的潜在收益。对于基于 EVA 概念的更加精细的区分，参考 Pablo Fernandez, *Valuation Methods and Shareholder Value Creation* (London, UK: Academic Press, 2002)。

② 对于实践中的 EVA，参考 James A. Abate, *American Focus Equity Investment Strategy Profile*, Global Asset Management (USA January 2001)。对于使用 EVA 来选择股票的解释，参考：(1) 本书有关公司和产业分析的章节；(2) James L. Grant and James A. Abate, *Focus on Value: A Corporate and Investor Guide to Wealth Creation* (New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001)。

③ 例如，参考：(1) James L. Grant, “Foundations of EVA for Investment Managers”, *Journal of Portfolio Management* (Fall 1996)；(2) Kenneth C. Yook and George M. McCabe, “An Examination of MV A in the Cross - Section of Expected Stock Returns”, *Journal of Portfolio Management* (Spring 2001)。

④ Alfred Marshall, *Principles of Economics*, Vol.1 (New York: MacMillan & Co., 1890), p.142.