

财务管理经典译丛

“十五”国家重点图书出版规划项目



Gary Ashworth
Paul James

基于 价值的 管理



实现更大股东价值的方法

Value-Based Management

Delivering Superior Shareholder Value

(英) 加利·阿什瓦斯 著
保罗·詹姆斯

张先治 主译



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】

基于价值的管理

——实现更大股东价值的方法

(英) 加利·阿什瓦斯 著
保罗·詹姆斯

张先治 主译

刘媛媛 池国华 译
袁克利 张晓东

FE 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 2004

图书在版编目 (CIP) 数据

基于价值的管理——实现更大股东价值的方法/ (英) 阿什沃斯 (Ashworth, G.) 等著;
张先治主译. —大连: 东北财经大学出版社, 2004.10

(“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: Value - Based Management: Delivering Superior Shareholder Value

ISBN 7 - 81084 - 428 - 8

I. 基… II. ①阿… ②张… III. 股份有限公司 - 企业管理: 财务管理 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 061385 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06 - 2004 - 50 号

Gary Ashworth, Paul James: Value-Based Management: Delivering Superior Shareholder Value,
First Edition

Copyright © Gary Ashworth and Paul James 2001, original ISBN 0 - 273 - 65404 - 7

DUFEP is authorized by Pearson Education Limited to publish and distribute exclusively this
simplified Chinese edition. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only
(excluding Hong Kong, Macao SAR and Taiwan). Unauthorized export of this edition is a violation of
the Copyright Act. No part of this publication may be reproduced or distributed by any means, or
stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书简体中文版由培生教育出版集团授权东北财经大学出版社独家出版发行。此版本
仅限在中华人民共和国境内 (不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾) 销售。未
经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何
方式复制或发行本书的任何部分。

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
2004 年 10 月第 1 版

字数: 158 千字

印张: 10 1/2

2004 年 10 月第 1 次印刷

责任编辑: 高 鹏 杨慧敏
封面设计: 冀贵收

责任校对: 那 欣
版式设计: 刘瑞东

定价: 20.00 元

【作者简介】

加利·阿什瓦斯 (Gary Ashworth) 是知识资本 (Knowledge - Capita) 公司的创始人和常务董事。知识资本公司致力于为企业提供先进业绩评价技术的培训、指导和咨询服务。加利·阿什瓦斯致力于确保自己提供的业绩评价工具和技术在企业中能够发挥确实的、长期的作用。他为英国和欧洲的许多大公司提供先进的业绩评价技术方面的服务，积累了丰富的实践经验，因此，在有关会议和研究会上他也经常被邀请发言。

加利·阿什瓦斯曾在安永 (Ernst & Young) (英国) 业绩管理服务分公司担任了 5 年的负责人，并曾在毕马威 (KPMG) 的作业成本管理分公司担任要职。10 多年来，他一直从事管理咨询工作，擅长于为企业提供先进的业绩评价方法。在安永期间，他曾负责欧洲的基于价值的管理 (VBM) 开发工作。

加利·阿什瓦斯对业绩管理方面的热情，不仅来自于他对事业的孜孜以求，而且来自于他步入咨询业之前所积累的丰富的实践经验。他曾在壳牌 (Shell) 集团、惠特布雷德 (Whitbread) 公司和桑斯博里 (Sainsbury's) 公司担任高级管理人员达 12 年之久。

近年来，加利·阿什瓦斯撰写并发表了许多业绩管理方面的文章，其中，国际会计师联合会 (the International Federation of Accountants, IFAC) 评价说，有相当一部分文章为管理会计职业的发展做出了“突出的贡献”，他也由此获得了国际级声誉。值得一提的是，有一篇文章还获得了当年 IFAC 举办的世界范围内的公开发表文章评比一等奖。本书是加利·阿什瓦斯在《金融时报》“管理精粹系列”发表的第二部著作。

加利·阿什瓦斯是特许管理会计师协会 (the Chartered Institute of Management Accountants) 的特别会员 (两次获得协会奖章)，是管理咨询师协会 (the Institute of Management Consultants) 的特别会员，同时也是特许管理咨询师 (Certified Management Consultant) 和英国管理协会 (the British

Institute of Management) 的会员。

保罗·詹姆斯 (Paul James) 是股票估价方面的专家，并擅长于为投资界分析师提供分析所用的数据。他所在的企业价值管理咨询公司 (Enterprise Value Management Consultants)，为许多大的投资信息与工具提供商服务，他的客户包括汤姆森财经数据 (Thomson Financial Datastream)，福斯考 - I/B/E/S (First Call - I/B/E/S)，罗亚尔布鲁 (Royalblue) 公司，汤姆森财经 PGSE (Thomson Financial PGSE) 和路透社 (Reuters)。

在保罗·詹姆斯的职业生涯中，他曾为 ABB，P&O 和 Tarmac 公司工作过，并多次担任高级财务管理的职位。他也在普华永道 (PWC)、凯捷安永^① (Cap Gemini/Ernst & Young) 和柏德豪 (BDO) 做了长达 11 年的管理咨询工作，而且他曾是柏德豪公司财务管理咨询方面的合伙人。

保罗·詹姆斯是沙尔瓦卢 (Sharevaluer) 公司的创始人和常务董事。沙尔瓦卢公司的客户对象是专业的投资界，主要为专业基金经理和分析师提供颇具竞争力的投资信息。

保罗·詹姆斯发明并注册了一种先进的剩余收益股票估价技术——企业增加值 (EV+)。该指标的设计意图在于为专业的投资者提供股票和部门定价方面的全新理念。这些估价计量尺度通过沙尔瓦卢公司向市场推销。

保罗·詹姆斯经常被邀请在公开会议上发言。他发言的对象通常是外部投资界，内容是外部投资界对股东价值的看法。在发言中，他还多次解释 EV+ 估价方法在不同部门和股票中的应用。

保罗·詹姆斯获得了经济学方面的学位，他是特许会计师协会 (the Institute of Chartered Accountants) 的特别会员，还是管理咨询师协会的会员。

^① 凯捷安永 (Cap Gemini/Ernst & Young) (法国) 是世界最大管理咨询及 IT 咨询公司之一，2004 年更名为 Capgemini。(译者注)

【译者简介】

张先治，东北财经大学财务学与会计学教授，经济学博士，博士生导师，现任东北财经大学会计学院副院长，东北财经大学财务与会计研究中心主任，三友会计研究所所长。其曾留学美国纽约州立大学和南加州大学，并在香港大学和台湾东吴大学从事合作研究与教学工作，主要研究方向为公司理财、资本经营、管理控制与财务分析，著有《经济效益研究》、《企业资本经营论》、《内部管理控制论》、《国有资本保值增值研究》、《国有资本管理、监督与营运机制研究》、《现代财务分析》、《企业重组财务与会计问题研究》等著作，在《会计研究》、《财务与会计》、《数量经济技术经济研究》、《中国工业经济》、《统计研究》等刊物发表论文 200 余篇。其主持国家哲学社会科学基金、国家教委人文社科基金、财政部规划基金、辽宁省科学技术基金等多个研究课题，在企业资本经营、经济效益、管理控制、财务分析与评价方面提出了许多新见解，形成了以经济效益为研究中心，以公司理财为研究方向，以会计信息为研究基础，以国有企业改革为研究对象，以财务分析、资本经营和管理控制为研究重点的完整学术思想体系。

张先治教授是财政部跨世纪会计学科带头人、辽宁省百千万人才工程首批百名人才、辽宁省高等学校会计学科拔尖人才。他先后荣获大连市三育人标兵、大连市职工职业道德十佳个人、大连市劳动模范、辽宁省五一劳动奖章、全国自强模范等称号。

【译者前言】

我国的经济体制改革和企业改革，使企业经营方式经历了由产品经营型向商品经营型转变，由商品经营型向资产经营型转变，再由资产经营型向资本经营型转变的过程。这种转变的结果，就是企业在经营中越来越认识到价值的重要性、价值创造的重要性，并逐渐将追求价值创造作为企业的目标。

随着经济体制的改革，计划经济时代的管理理念和管理方式正逐渐被市场经济时代的管理理念和管理方式所取代。以外部监督管理为主的管理理念与管理方式，正在向以内部管理控制为主的管理理念与管理方式转变。这种转变使企业越来越认识到管理和内部管理控制的重要性，并将管理科学作为现代企业的基本标志之一。

在这种经营理念和管理理念处于转轨的时期，我国的企业发展还很不平衡，对价值创造的重要性、对管理控制的重要性的认识还不统一，对如何创造价值、如何管理价值还缺乏相应的手段与方法。由加利·阿什瓦斯先生和保罗·詹姆斯先生所著的《基于价值的管理——实现更大股东价值的方法》一书，对于解决我国目前企业经营管理理论与实务中的问题，指导企业进行价值创造与价值管理，具有重大理论价值与应用价值。

《基于价值的管理——实现更大股东价值的方法》一书由8章组成：第1章和第2章论述了价值创造、基于价值管理的内涵，以及股东价值计量的方法；第3章、第4章、第5章和第6章分别论证了基于价值管理的3个关键领域或要素，即处理与投资界的关系，开发战略以创造最大的价值，借助于IPM传递价值信息；第7章构建了基于价值管理的整体框架；第8章探讨了基于价值管理的未来发展。本书的特色在于不仅强调股东价值创造，而且特别着眼于股东价值实现，即如何通过管理使股东价值目标变成股东价值实现。

本书的翻译工作由张先治教授主持。参加翻译的人员有东北财经大学

会计学院财务系的青年教师和财务与会计研究中心“公司理财与管理控制”研究室的研究人员。张先治教授首先对全书的基本框架和基本术语进行了确认，并对全书翻译进行了总体规划和过程控制。本书第1~4章初稿由刘媛媛讲师（博士生）翻译；第5~6章初稿由池国华讲师（博士生）翻译；第7章初稿由张晓东助教（硕士）翻译；第8章及附录初稿由袁克利硕士生翻译。最后张先治教授对全书初稿进行了校译、修订和统稿。

专业书籍翻译是一项非常艰苦的工作。本书的翻译完成是我们师生共同劳动的成果。我非常感谢我的学生对我工作的支持，同时感谢东北财经大学出版社及高鹏先生对我们的信任。由于译者环境及翻译水平的限制，书中难免存在不妥之处，敬请读者批评指正。

张先治
2004年8月
于东财烛光园

【前

言】

股东价值的创造与实现已经成为几乎所有追求自尊的首席执行官推崇的商业圣经。他们在年报及其他报告中，几乎没有不提到他们致力于“实现股东价值”的。然而，许多组织并不能将他们的目标变成现实。一些组织制定了创造价值的战略，但却不能实现。

在不断发展的网络经济中，投资者依据最优化股东收益的要求，可以自由地在世界范围内迅速转移资本，因此，当代的企业家或经营管理者必须能够理解如何创造、计量、管理和实现股东价值，而年度报告中有关价值的信息已经不能完全满足其需要。

过分强调一些关键的计量，忽视经营收益的实现与持续，使一些公司不能对什么是股东价值，为什么股东价值是重要的等观点有一个清晰、一致的表述。他们不能创造一种一致的、综合的、确保质量的方法；他们没有抓住价值的关键点和实现价值的方法；他们需要内部与外部的沟通。

要成功地阐述这些问题，涉及在具有较强的价值文化氛围内，对以价值为基础的管理方法的采纳。如果能够做到这一点，其效果一定是印象深刻和持久的。

实现追求价值设想的关键在于实施一种整合方法，使内部经营活动与外部股东期望相一致。本书从一些独特的视角，通过强调以价值为基础管理的3个相互关联的要素，探索如何实现这一目标。这些要素不仅帮助公司制定战略，而且帮助公司进行内部与外部沟通，探索如何创造价值，因此，本书强调的是如何将战略设想变为商业现实。

【致 谢】

本书的写作得到了许多支持与帮助。首先，我要感谢管理培训公司（Management Training Partnership）的创始人兼董事会主席——艾兰·沃纳（Alan Warner）。他为本书做出了非常突出的贡献，而且，本书讨论的一些 VBM 的概念源于他积累的、为客户实施 VBM 的经验。

还要感谢本书涉及的有关公司，尤其是英国石油（BP）公司和彼得·豪（Peter Hall）公司，还有吉百利史威士（Cadbury Schweppes）股份有限公司、联合利华（Unilever）公司、布茨（Boots）公司、劳埃德（Lloyds）TSB 公司、BA 公司、嘉吉（Cargill）公司、英维思（Invensys）电气工程集团、索尼（Sony）公司、巴克莱（Barclays）银行和桑斯博里（Sainsbury）公司。汤姆森财务公司的投资者关系咨询师为本书的文本内容给予了支持，汤姆森财经数据公司为本书提供了图表内容，在此表示感谢。还要感谢霸菱银行（ING Barnings）和巴黎银行（Paribas）将他们深入研究的成果贡献出来，形成附录 5 的内容。

另外，我们还要感谢本书涉及的特定专业术语的商标权，具体包括：思腾思特（Stern Stewart）公司的注册商标 EVA（经济增加值）和 MVA（市场增加值）；豪特瓦卢（Holt Value Associates）公司的注册商标 CFROI（投资现金流量收益率）；沙尔瓦卢公司拥有专利权的估价指标 EV+（企业增加值）。

缩略语一览表

1. ABC, activity based costing, 作业成本法
2. CAPM, capital asset pricing model, 资本资产定价模型
3. CEO, chief executive officer, 首席执行官
4. CF, cash flow, 现金流量
 - financing cash flow, 筹资现金流量
 - investment cash flow, 投资现金流量
 - operating cash flow, 经营现金流量
5. CFO, chief financial officer, 财务总监
6. CFROI, cash flow return on investment, 投资现金流量收益率
7. CPS, cash flow per share, 每股现金流量
8. CSF, critical success factor, 关键成功因素
9. DCF, discounted cash flow, 折现现金流量
10. DDM, discounted dividend model, 股利折现模型
11. Div. Yield, dividend yield, 股利收益率
12. DPS, dividend per share, 每股股利
13. EBITDA, earnings before interest, tax, depreciation, and amortization, 息税折旧摊销前利润
14. EBITDA/Sales, 息税折旧摊销前利润比收入
15. EIS, enterprise information system, 企业信息系统
16. EP, economic profit, 经济利润
17. EPS, earnings per share, 每股收益
18. EV, enterprise value, 企业价值
19. EV/sales, 企业价值比收入
20. EV + PEG, 或 P/EV + G,

$$P/EV + G_i = \frac{P_i \div (EV +)_i}{[(EV +)_i - (EV +)_{i-1}] \div (EV +)_{i-1}}$$

21. EV + per share, 每股企业增加值
 22. EV + , enterprise value added, 企业增加值
 23. EVA, economic value added, 经济增加值
 24. FCF, free cash flow, 自由现金流量
 25. free floating capital, 或 free float, 自由浮动资本; 公众持股量
 26. FTSE, 《金融时报》股票交易指数
 27. IPM, integrate performance management, 全面业绩管理
 28. IR, investor relationship, 投资者关系
 29. IRR, internal rate of return, 内部收益率
 30. KPI, key performance index, 主要业绩指标
 31. market capitalization, 或 market cap., 市价总值
 32. MIS, management information system, 管理信息系统
 33. MVA, market value added, 市场增加值
 34. NOPAT, net operating profit after tax, 税后营业利润
 35. NPV, net present value, 净现值
 36. P/E, 或 PER, price/earnings rate, 市盈率
 37. P/EV + , price/EV + , 价格比企业增加值
 38. PB, 或 market/book, 市值与账面价值比
 39. PBT, profit before tax, 税前利润
 40. PCF, price/cash flow rate, 价格/现金流量比率
 41. PD, price/dividend rate, 价格/股利比率
 42. peer group, 可比组、对等组
 43. PEG, price/earnings growth,
- $$PEG_i = \frac{P_i \div E_i}{(E_i - E_{i-1}) \div E_{i-1}}$$
44. PV, present value, 现值
 45. R&D, research and development, 研究与开发费用

【目 录】

第 1 章	股东价值与基于价值的管理 (VBM)	1
1.1	本章提要	2
1.2	VBM 基本原理	3
1.3	价值创造计量	7
1.4	股东总收益 (TSR) 与经济利润 (EP)	8
1.5	创造股东价值的案例研究——英国石油公司	9
1.6	VBM 的 3 个关键要素	11
1.7	本书的结构	13
第 2 章	股东价值计量尺度的种类	15
2.1	本章提要	16
2.2	计量尺度——股东价值的语言	17
2.3	股东价值和基于折现现金流量 (DCF) 的计量尺度	18
2.4	案例研究——TSR 在联合利华公司的运用	23
2.5	股东价值与非 DCF 计量尺度	33
2.6	公司之间比较的方法	39
2.7	各种股东价值计量尺度的启示	39
第 3 章	向投资者传递价值信息的方法	41
3.1	本章提要	42
3.2	站在投资者的角度理解股东价值	42
3.3	金融市场的运作	44
3.4	记者、分析师和信息提供商的作用	46
3.5	向基金经理人展示股东价值的必要性	46
3.6	经纪人和信息提供商的重要性	48
3.7	股票估价的两大重要派系	50
3.8	借助于投资者关系实现更大股东价值	51
3.9	来自于投资界的教训	52
第 4 章	基于价值计量尺度的战略评估	54
4.1	本章提要	55
4.2	股东价值创造的框架	55
4.3	运用公司 TSR 目标改变价值观念	57
4.4	运用经营总收益 (TBR) 评估战略计划	59

	4.5 运用经济利润衡量业务单位创造的价值	60
	4.6 设置价值驱动的目标	63
第 5 章	保证战略实现的计量框架设计	68
	5.1 本章提要	69
	5.2 内部业绩计量框架设计	69
	5.3 作为内部财务计量尺度的经济利润	73
	5.4 流程管理的价值	75
	5.5 平衡记分卡的关键作用	75
	5.6 案例研究——平衡记分卡	79
	5.7 作业成本法的功能	84
	5.8 各种计量方法的融合	85
第 6 章	VBM 同经营的协调与融合	88
	6.1 本章提要	89
	6.2 如何使经营趋向价值创造	90
	6.3 经营的 8 大关键构成要素	91
	6.4 经营 8 大构成要素之间的重要联系	93
	6.5 不协调的例证	93
	6.6 利用清单计量和建立协调关系	96
	6.7 基于构成要素的关键问题与设计	97
第 7 章	VBM 的实施	106
	7.1 本章提要	107
	7.2 VBM 作为启动项目的第一步	107
	7.3 变革方法的准备	108
	7.4 VBM 实施中的挑战	109
	7.5 确保 VBM 成功的 15 个项目管理要素	110
	7.6 关于实施 VBM 的结论——应该做的与不应该做的	115
第 8 章	VBM 的未来发展	120
	8.1 本章提要	121
	8.2 实施 VBM 的公司将成为其他公司的楷模	122
	8.3 TSR 仍将发挥作用	122
	8.4 简洁性和实用性仍将是至关重要的	123

8.5	经济利润仍将是普遍接受的工具	124
8.6	投资界更添复杂性	124
8.7	平衡记分卡仍将起关键作用	127
8.8	管理者将面临一对有挑战性的矛盾	128
附录		130
1.	折现现金流量 (DCF) 方法	131
2.	加权平均资本成本 (WACC) 的计算	135
3.	经济利润模型的一般调整	139
4.	企业增加值 (EV +)	139
5.	分析师股票估价的例子	144

第 1 章

股东价值与基于价值的管理 (VBM)

- 1.1 本章提要
- 1.2 VBM 基本原理
- 1.3 价值创造计量
- 1.4 股东总收益 (TSR) 与经济利润 (EP)
- 1.5 创造股东价值的案例研究——英国石油公司
- 1.6 VBM 的 3 个关键要素
- 1.7 本书的结构

§ 1.1 本章提要

- 股东价值的创造是指股东通过股利和企业价值增值获得高于资本成本的收益。
- 许多公司已经采用一种被称为基于价值的管理（VBM）的管理技术，以帮助实现更大的股东价值。
 - 在这些率先使用 VBM 的公司中，有些公司持续地实现较高的股东价值增值水平。
 - 其他一些知名公司也正在通过致力于 VBM 来效仿这种实现股东价值增值的成功经验，这表明 VBM 已经被公认为是提高经营业绩的一种有效管理技术。
 - 从根本上讲，VBM 的成功运用意味着取得了长期的、高于资本成本的收益。这种收益可简单地用内部财务工具计算出来，并将其称为经济利润（economic profit）。
 - 应当指出，通过 VBM 获得较高的、持续的股东价值增值，不能仅仅依赖于单一内部财务工具的计算。股东价值的管理，或者说 VBM 有 3 个关键的、既相互区别又相互联系的方面或程序，它们是：
 - 处理与投资者的关系；
 - 评估战略以创造最大化价值；
 - 借助于全面业绩管理（integrated performance management）创造价值。
 - VBM 的核心就是由这 3 个缺一不可的经营管理方面或程序所构成的框架。换言之，本书的核心紧紧围绕着高级管理层如何协调并有效运行这 3 个经营管理程序，以实现股东价值最大化。
 - 这 3 个经营管理程序的协调和有效运行，在一定程度上靠选择合适的、与其他的财务和非财务指标相联系的、基于价值的计量尺度。总之，这种计量尺度作为表达“价值”的通用语言，为那些已采用 VBM 的企业，为了达到股东价值最大化的目的，在整个企业组织中该实施哪些工作指点迷津。
- 如果你打算努力拥有最多的股东价值，那么，你已经达到目的了，因为股东价值观念已经深植于我们企业内部，而不是仅仅停留在高级管理层。股东价值观念渗透到