

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

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

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 CFRI 的含义。尽

管某一种特定方法的提出者都声称其方法比其竞争对手的方法优越，但是，所有这些方法都是围绕同样的基本原理构建的：为他们的股东创造价值，公司挣得的资本回报必须大于资本成本。每一种方法可以有其独特的优势和劣势，并运用独特的方法加以阐述。但最基本的一点就是，它们都是设计用来测算经理们实现价值创造目标的成就的。

在本书中，我们将 EVA 即经济附加值与 RONA、CFRIO 及其他用于衡量业绩的财务指标进行比较。我们还将讨论它们与公司管理所采用的一种复杂的价值管理的契合程度。EVA 是以货币形式衡量的公司资本回报与资本成本的差值。它类似于传统的利润计算方法，但与前者有一个重要区别，即 EVA 考虑所有资本的成本，而公司的损益表仅考虑多数可见的资本成本和利润形式，却忽视了权益成本。

尽管估算权益成本是一个主观过程，但忽视了这种成本的公司业绩考核就不能揭示一家公司在为其股东创造价值上所取得的成就。后面我们将发现经济附加值 (EVA) 与传统的利润数字的另一个区别，即 EVA 不受通用会计准则的限制。

EVA 赖以构建的基本观点并不新鲜。EVA 基本上是对存在很长一段时间的正确财务管理与公司财务准则的重新包装。但 EVA 却是一种创新，是一项重要创新，因为它促使现代财务理论及该理论的管理内涵被没有经过财务管理正规训练的经理们所接受。这种观点并非首创，但在形式上却有创新之处，特别是在工商界，它受到对财务问题有着本能厌恶的经理们的欢迎。EVA 能帮助经理们更好地理解财务目标并实现这些财务目标。

一 股东价值增值

投资者经常关心股票的回报。但最近 20 年来，公司董事会会议却发生了深刻的变革，它首先出现在美国，后又传入欧洲、拉丁美洲和亚洲。要素和环境影响导致经理们和高级执行官重新思考其角色定位和公司的职能定位，特别是考虑价值创造。

股东财富文化的主导地位日益显现，这是以下发展变化所带来的主要结果：

- 资本市场的全球化和放宽管制；
- 对资本与汇兑控制的解冻；
- 信息技术的进步；
- 资本市场规则的完善；
- 对储蓄与投资态度的代际变化；
- 机构投资的扩张。

在上一代，资本市场高度分散化，管制极严。对资本流动的限制及世界上多数证

券市场的高度稳定，意味着资本资源倾向于滞留不动。公司经理们喜欢这种方式，因为经营的压力较小。即使公司经营不善，高级经理们也很少被解聘。

尽管缺乏资本市场的压力，许多公司仍经营良好，为其投资者赢利颇丰，这主要归因于强劲的经济增长势头。记得第二次世界大战后的30年中，4%、5%甚至更高的增长率在几个西方国家颇为常见。在这样一个世界上，公司不必苦心经营，只要维持存在，就能赢利。对企业的成败而言，各种联系非常重要，与当时的政界、商界及财政要员的联系比战略决策或出色管理更为重要。

但这种情形在20世纪70年代及80年代初发生了深刻变化，先是货币市场实行自由浮动汇率，后是OPEC的石油危机发生，最后是美国证券经纪人协会的成立，放宽管制大环境的加剧并波及许多经济部门，玛格丽特·撒切尔和罗纳德·里根的当选以及世界范围的私有化运动的开始，关贸总协定及欧洲经济共同体（现为欧盟）的逐渐强大也扮演了重要角色。

而且，20世纪80年代经历了计算机技术的飞速发展及计算机功能的日益强大，同时，资本投资的增长引发了数年内世界范围的经济稳定扩张。同时，为了尽快促进地区性公司在竞争日趋激烈的全球市场上获得更多的利润，股票交易通过解除对外国股票经纪人的限制，采纳技术先进的贸易制度，提升交易的深度和不稳定性以减少交易成本，努力增强这些企业对外国投资者的吸引力。我们必须认真对待那些并非导致市场窒息的规则。而且，确保证券贸易公正性的规则是受欢迎的，如对内部交易的限制及对公司公开经营状况的要求。

由于上述发展与进步，新一代年青投资者开始出现，并为剩余收入的获得而沾沾自喜，他们对股票市场的偏好较其前辈更为强烈。他们的父母生长在战后年代或经济大萧条时期，伴随着战后的经济增长，他们的口袋里开始有了钱，他们将钱存放在银行或在家进行股票投资；股票是为富人或赌徒设计的。

他们的子女却持有不同看法。受到看似无休止的牛市的鼓舞，并坚信只要拥有足够宽广的投资平台，一个人投资股票市场而不是购买政府债券或在银行开储蓄户头，他几乎肯定能发财致富，数百万人积极投身到其父辈从未奢望过的股票交易活动中并成为股东。英国、法国及其他地方的私有化运动促使这一趋势呈加速发展之势，这些国家通过鼓励新近实行私有化的公司分散其股份，以确保私有权的永久性。

20世纪70年代，股票及投资利润通常以金融专业人士都无法想像的方式增长。结果是共同基金、信托投资及其他机构投资形式在世界范围急速发展。不仅有更多的人通过共同基金或养老基金成为公司的利益相关人，而且对公司经理们尤为重要，这些基金由专业经纪人经营，他们只关心经营绩效及为那些雇佣他们的人提供最高的投资回报。毫无疑问，自20世纪60年代以来养老基金投资的剧增以及随之出现的专业化货币管理的增长，是美国公司强调股东价值创造的惟一的、重要的深层次原因。

当综合考虑上述资本市场的发展变化时，公司经理们必须牢记的主要教训是：资

本具有高度的流动性，这在人类历史上是史无前例的，它将流向那些最能增值的地方。换言之，资本一点也不具有“黏性”，资本可以流动。资本将流向那些投资者相信其资本能够被高效率使用的地方。

在这个全新的世界上，公司不仅需要在商业市场上具有竞争力，而且还必须在资本市场上具有竞争力。否则，其资本成本将会高于其竞争对手。这是一个能够通过兼并未改善经营状况并予以纠正的问题。在最坏的情况下，公司将会破产。所有经理都能够理解，他们必须在经营成本如劳动力成本、原材料成本或管理成本上具有竞争力，他们的公司才可以生存和发展下去。

二 一个典型案例：欧洲与股东价值革命

由于上述资本市场发展的影响首先出现在美国，观察家有时就做出一个错误的推论，认为这一变化过程是由美国及其强大的美国投资银行推动的。然而事实却并非如此。20 世纪 80 年代，美国公司执行官经常对各种经营业绩要求持抵制态度，而这些要求正是 20 世纪 90 年代以来资本市场上的欧洲和亚洲经理们强加给他们的。这些变化始于美国，但当它们在其他国家出现时，其原因与美国的则完全相同，不是因为美国的投资银行家故意将其强加给新市场。对美国投资机构是股东价值革命的传播者的观点持肯定或否定的意见，都会把因果倒置。

为了阐述的方便，先让我们考察一下欧洲近年来的发展吧。直到 20 世纪 80 年代，大多数欧洲国家都强烈保护其一流民族企业免受美国和日本竞争对手的打击。然而，由于欧洲一体化进程加快及世界范围的自由贸易成为长期趋势，欧洲公司面临着来自欧洲内部各国和非欧洲国家的激烈竞争，这种竞争是史无前例的。自由化贸易向消费者提供他们从未有过的各种选择机会。

在这种环境下，公司要么为其消费者提供价值，要么失去市场份额并走向失败。世界资本市场放宽管制的结果，就是当公司不再能够提供价值的时候，投资者便会远走高飞。资本控制解冻，现金与证券市场不稳定性加剧，信息技术进步，以及机构投资重要性日增，这些都在可以从一个市场迅速流向另一个市场的大规模投资资本的创造中发挥了重要作用。此外，还出现了其他一些重要进展。证券化会将稳定工具变成一种可供贸易的商品；一些衍生品也为规避新市场投资风险提供了强有力的手段；私有化将数以千计的原国有企业变成风险资本的竞争者；投资者也变得消息更加灵通，要求也更高。

这些变化导致“关系化”的资本主义渐渐销蚀。在“关系化”的资本主义社会里，许多经营活动是按照“老校友式的关系网”或其他社会文化协同工具展开的。这

些对价值创造来说毫无意义，但对优先权和上层社会却十分重要。例如，法国的 *noyaux durs* 银行与德国的 *German universal banks* 银行作为企业的稳定大股东，他们与公司间有着传统业务往来，与公司经理间的个人关系密切，因而对其投资企业不作常规要求，这种做法已使这两家银行名声扫地。

欧洲对自由贸易挑战的应对十分有力，这为许多欧洲公司优异的出口业绩所证实，它为我们带来了希望：欧洲同样可以在资本市场上取得类似的进步。例如，法国通过塑造世界级零售商和奢侈品牌经营者的身份，来响应日趋激烈的商业竞争的挑战。

恰似欧洲人在最近 15 年学会了如何应对不规则的商业市场一样，在未来的 15 年中，他们还必须学会如何应对不规则的资本市场和来自股东及其代理人对经营绩效毫不留情要求。正如他们已经学会与顾客对话一样，他们还必须学会与出资人交流并满足他们的要求。EVA 及类似的价值管理方法便应运而生，成为欧洲及其他地方的经理们用来应对公司财务剧变的重要工具。

欧洲资本市场所谓的最重要发展——资本化养老基金的增长，只会加剧这一趋势。由于老龄人口增长及社会保障网络不够可靠，越来越多的欧洲人现在认识到，资金匮乏的社会保障计划不能满足今天的劳动者对退休的需要。例如在法国，在职工人与退休工人的比例由 1960 年的 4.69 降至 1990 年的 2.10，法国统计官员估计，到 2010 年，这一比例将降至 1.65。德国和意大利的人口统计趋势更令人失望。

为了满足老龄化人口的需求，也为了刺激储蓄和公司投资，很多国家已经执行或准备执行税收优惠养老基金和储蓄计划，该计划已经开始向欧洲的股票交易市场输入大量资本。这些基金交由专业投资者来经营，他们彼此竞争以获取管理养老基金财产的权利。这种资金管理者仅仅对公司绩效感兴趣，因为他们的委托人会以此为标准来判断其工作业绩。法国的 *noyaux durs* 银行代表着法国公司管理的特点，由于它是不作规范要求的大股东，目前正面临着巨大的压力，因为专业资金管理者“用他们的脚来投票”，并从任何一个没有丰厚竞争性回报前景的公司撤资。德国公司直到最近才享受到德意志银行及其分支机构实施的宽松的业绩标准，这些公司发现自己也面临着同样的压力。

个人储蓄行为的深刻变革加剧了机构投资日益扩张的趋势。在美国，更多的人主要通过共同基金及个人养老基金涉足股票市场。与过去中产阶级投资者进入股票市场不同，基金常常高达数十亿美元或更多。年青的欧洲专业人士的态度也发生了变化。他们的父辈经历了两次世界大战和高通货膨胀时期的磨难，因而常常以他们认为最安全的方式把积蓄储存起来，主要是存在银行，或购买政府债券，有时也藏在他们的床垫下面。而今天的年青投资者的市场经验十分丰富，他们对股票市场投资的风险和回报了如指掌。结果导致共同基金及类似投资方式的需求剧增。实际上，美国很多大型基金管理者现在也跃跃欲试，急于拓展他们在全世界特别是在西欧的业务。

欧盟统一货币——欧元的出现，在改变公司理念上也发挥了重要作用。用一种货币取代几种货币，使公司绩效的对比变得更加容易。例如，如果一家丹麦公司与另一个国家的同类企业相比，经营状况不佳，其较差的业绩就会更清楚地摆在专业投资人面前。这些资金管理者将表达他们的不快，公司的股价也将随之下跌。由于欧洲股票投资者越来越多地做出跨国界投资决策，公司将被迫进行变革。

十数家欧洲大公司已经经历了深刻的机构重组。在纽约证交所挂牌上市的公司所发生的变化最为明显。VEBA 就是一个最好的案例，它是一家多样化经营、销售额达 450 亿美元的德国公司，目前在世界商报所做的广告中声称，“长期提高股东价值是我们惟一的目标。”

类似的变化还发生在法国。尽管缺少相关经验，法国总理的经济顾问被解职后，仍利用关系谋得了工商信托投资银行（CIC）首席执行官的职位，该银行曾经由国家控制，后来实现了私有化。通常情况下，这种安排并不会引起人们的关注，因为法国文职官员也常常会到私人企业的高层管理职位就职。但是，这种任命在银行中引起了骚动，政府不得不撤回任命，转而聘任一个专业银行家。

正如观察家所写道的：

“文职官员的野心与重塑欧洲的市场力量发生碰撞。私有化、放宽管制、全球化和紧密的一体化正重新改写欧洲工商业的游戏规则。专业化、利润、股票回报与公司管理等新理念层出不穷；为了规模而扩大规模，保护管理的交叉持股以及政治代理制等做法销声匿迹。”

尽管法国的政要裙带关系（old-boy network）还在发挥作用，但是，在政府服务数年后再想到一家大型企业占据首席执行官的位置已不再可能。选择适当的学校进修在法国比在美国更为重要。但在今天，高级管理位置的候选人至少需要有相关专业的从业背景。

全欧洲改善财政状况的压力，导致首席执行官（CEO）的更迭达到了前所未有的频繁程度。但最近股价走低，似乎也没有引致首席执行官下台。伴随 CEO 任命的是一种头衔感觉。但是，全球化意味着各地的上市公司正开始按照游戏规则行事。

欧洲产业的公司管理权与其美国竞争对手之间的重要区别依然存在，但公司责权的集中是正确的，不可逆转的。直到最近，恶意接管仍被视为美国所独有的现象。但在 1999 年初，一股恶意兼并浪潮开始席卷欧洲。好利获得公司（Olivetti）蓄意兼并意大利电报公司，BNP 公司打算接管 Paribas 和 Société Générale，LVMH 公司努力赢得 Gucci 的控制权，原因很简单，就是股东价值革命正在控制着欧洲大陆。而这些事例在不久以前还是不可能发生的事情。

欧洲的大型跨国公司好像正在不断得到消息，而小企业却表现得像是或者真的是

忘记了这一新的现实。我们必须将这些企业唤醒，让他们正视摆在面前的这一现实，即他们缺乏在全球不规则资本市场上竞争所需要的管理体制以及思想理念。

三 价值创造与利益相关人

经理们感到价值创造的压力与日俱增，同时，他们又经常缺少必要的手段和措施。而且，他们还缺乏价值创造的语言，即用来说服出资人相信资金会在其公司内被高效率、高赢利地运用的手段。经理们如果不能完成这项任务，其公司就会在竞争中处于劣势。他们必须学会在竞争性的资本市场的海洋里遨游，否则他们将被具有这种能力的经理所取代。

经理的首要任务就是为股东创造价值，而这种观点并没有得到广泛认同，特别是在欧洲。他们指责价值管理，只重视公司的股东，却忽视了公司重要的支持者，如公司员工、消费者、供应商、环境及地方社团。欧洲和北美的一组证据表明，公司只要在产品和服务质量，吸引、开发和留住人才以及社团和环境责任上有良好声誉，他们就能获得高于股票市场平均值的股价。

这一证据说明，只有当公司向其他支持者提供价值时，才能向股东提供价值。如果消费者不满意，他们就会从该公司的竞争对手处购买商品。如果员工感到他们的才能得不到赏识，他们也会另谋高就。

可口可乐公司是全球顶尖的价值创造者，其 1995 年的年报上这样写道：“可口可乐向每一个接触到它的人提供价值。”这句话的含义是，每个接触到该公司及其产品的人，都会因这段经历而富裕起来。无论是从品牌中获得舒适享受的消费者，还是在充满激励和奖励环境中工作的员工，还是获得高额利润的罐装企业，最重要的是因公司看好的财务业绩而致富的股东们，每一个人都因可口可乐公司的存在而富裕起来。这段表述虽有夸张之嫌，但却反映了可口可乐公司经理层一个重要的哲学理念。他们的一流工作为股东创造了价值。这是一项只有向除股东之外的每一个人提供价值才能够完成的任务。

可口可乐公司有时也会忘记这个基本事实，该公司最近在欧洲遇到的问题就证实了这一点。公司对 1999 年发生在比利时的产品污染事件反应迟缓。尽管可口可乐在比利时的销量仅占全球销量的很小一部分，但这一事件仍然波及公司的股价。在法国与意大利，公司遇到了来自反托拉斯机构的麻烦，具有强劲竞争力的声誉该公司的管理再次敲响了警钟，如果不能给规则制定者及大众一个适当的解释，公司终将被股东们抛弃。

这些经验道出了让所有公司的支持者满意的重要性。但我们不应把可口可乐公司

的价值创造方法与利益相关人资本主义相混淆。在后一种情形下，公司的所有利益相关人均被视为对公司拥有权利。以可口可乐公司经理们的观点来看，股东总是优先的，我们也认同这一观点。这种价值管理与利益相关人观点存在一个最重要的区别，即价值管理者并不将其公司视为反对自己的实体，而是看做一个价值创造的引擎。这种管理者将其职能定位为，利用公司资源烤制一个更大的蛋糕，而那些持有利益相关人观点的人则似乎更关心如何分配已经摆上餐桌的蛋糕。按照利益相关人观点，股东对公司资源的索取权并不高于任何其他集团，甚至排在其他利益相关人之后。

持有这种观点的经理们会将利益相关人观点作为烟幕弹，以迷惑他们不能向公司股东提供价值的无能真相。在这个竞争日趋激烈的世界上，这种公司将在资本市场上处于明显的劣势，并最终难以维持他们以牺牲股东利益为代价，打算为利益相关人提供的各种利益。

换言之，利益相关人观点是向权益资本开征一个模糊不清的税项。然而，它与政府开征的税项不同，公司略施小计向另外一家公司投资，就可以轻而易举地予以规避。只有当能把这些贡献变成现实的投资者们得到极具竞争力的资本回报时，高工资、舒适与激励性工作环境、高质量的产品及该公司对世界的其他贡献才会持续不变。否则，他们会将其资金投向别处，公司也将宣告失败，并给所有利益相关人带来毁灭性的结果。

尽管存在这样的逻辑缺陷，利益相关人资本主义近年来却获得越来越多的拥护者。有些人不是将其愤怒发泄在整个资本主义制度上，而是将批评的矛头指向一个特定形式的资本主义——英美资本主义。“资本主义是人吃人”的说法，以美国经济工人的方式刻画了多数欧洲人（及各地的左派）所认同的资本主义的特点。与此相反，上述观点还认为，市场经济的优点必须为社会目标如就业保护与社会福利所用。人们用文明、善良、富有人情味的资本主义来平衡个人利益与社会利益。公司在追求纯粹投资驱动的财富最大化目标之外，也被迫追求一些社会目标。

简言之，利益相关人理论认为，在处理与员工、供货商、地方团体之间的关系时，公司不应只受合同关系的约束。就一项合约而言，这些支持者比正义的团体更重要。正如该理论中所提到的，他们还是公司这架机器的关键部件。尽管多数人认为，成功的公司不应仅仅按照合约规定来对待它们的支持者，利益相关人理论则深入一步。其鼓吹者强调，员工、地方团体及其他利益党派应该参与公司重要活动的咨询甚至决策。否则，他们的利益将得不到恰当体现，他们将因投资者的利益而受损。

然而，公司将股东利益放在至高无上的位置，是否以利益相关人的利益损失为代价呢？有证据表明，答案是否定的。

《财富》杂志每年都公布美国最受尊敬的公司排行榜。《财富》还公布了根据公司创造价值总量排序的美国上市公司排行榜——斯特恩·斯图尔特（Stern Stewart）1000 排行榜。1996 年排在前 20 名的价值创造者，同样也是最受尊敬的前 20 家公司