

McKinsey & Company

麦肯锡公司  
的价值评估  
精髓

Valuation

# 价值评估

Measuring and Managing the Value of Companies (3rd Edition)

公司价值的衡量与管理 (第3版)

汤姆·科普兰  
(美) 蒂姆·科勒 著  
杰克·默林

郝绍伦 谢关平 译  
裴晞 林敏圭 等 审校



电子工业出版社  
Publishing House of Electronics Industry

McKinsey&Company

# Valuation

# 价值评估

Measuring and Managing the Value of Companies (3rd Edition)  
公司价值的衡量与管理 (第3版)

汤姆·科普兰  
(美) 蒂姆·科勒 著  
杰克·默林

郝绍伦 谢关平 译  
裴晞 林敏圭 等 审校

电子工业出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 3rd Edition

Copyright © 1990, 1994, 2000 by McKinsey & Company, Inc.

All right reserved.

Authorized translation from the English language edition published by John Wiley & Sons, Inc.

本书中文简体字版专有翻译出版版权由美国John Wiley & Sons, Inc. 授予电子工业出版社。该专有出版版权受法律保护。

版权贸易合同登记号 图字：01-2001-1171

### 图书在版编目 ( CIP ) 数据

价值评估：公司价值的衡量与管理（第3版） /（美）科普兰（Copeland, T.）等著；郝绍伦，谢关平译；裴晞，林敏圭等审校.—北京：电子工业出版社，2002.7

书名原文：Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies ( 3rd Edition )  
ISBN 7-5053-7380-3

I. 价… II. ①科…②郝…③谢…④裴… III. 公司-价值-评估 IV. F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字（2001）第093153号

责任编辑：何 瑞

印 刷：北京大中印刷厂

出版发行：电子工业出版社 <http://www.phei.com.cn>

北京市海淀区万寿路173信箱 邮编 100036

经 销：各地新华书店

开 本：787×980 1/16 印张：25 字数：500千字

版 次：2002年7月第1版 2002年7月第1次印刷

定 价：49.00元（平） 120.00元（精）

凡购买电子工业出版社的图书，如有缺损问题，请向购买书店调换。若书店售缺，请与本社发行部联系。联系电话：（010）68279077

**作为公司价值评估的最佳指南，本版比以前版本更好！**

“这是一本操作性很强的书，能指导公司高层实现上市公司所忽略的股东价值。”

——《纽约时报》( New York Times )

“该书表述简洁，内容全面，是业界人员的最佳指南。”

——《金融时报》( Financial Times )

“对于那些想认真思考公司价值真正来源的管理者，该书会发挥很好的作用。”

——《金融杂志》( The Journal of Finance )

“《价值评估》就像一把瑞士军刀……可以用来应对各种不测。”

——马丁·H·杜比利尔 ( Martin H.Dubilier )

克莱顿杜比利尔公司 ( Clayton & Dubilier, Inc. ) 董事长

“该书对价值评估的探讨思想新颖，表述清晰，有很强的针对性，它把最好的学术原理与实践经验结合起来，提出了增加价值的解决方案。”

——J·佛瑞德·韦斯顿 ( J. Fred Weston )

加利福尼亚大学洛杉矶分校商学院货币与金融市场学教授

# 作者简介

---

本书作者皆为麦肯锡公司 (McKinsey & Company, Inc.) 以前的或现在的合伙人, 也是该公司的财务业务领导。他们总共向40个国家的400多家公司提供过公司战略、兼并与收购以及价值管理等方面的服务。

麦肯锡公司是一家国际性的高级管理咨询公司。该公司始建于1926年, 向世界范围的知名公司提供战略、组织和经营等方面以及财务、信息技术、网络、研究与开发、营销、生产等专业领域的咨询服务。

汤姆·科普兰 (Tom Copeland) 曾是麦肯锡公司的合伙人和公司财务业务领导。他在加入麦肯锡公司之前, 是加利福尼亚大学洛杉矶分校安德森商学院的财务学教授, 他还在纽约大学担任过副教授, 目前是麻省理工学院的高级讲师。他是《财务理论和公司政策》(Financial Theory and Corporate Policy) 和《管理财务学》(Managerial Finance) 这两本知名教材的作者之一。汤姆·科普兰曾获宾夕法尼亚大学博士学位和沃顿商学院工商管理硕士学位。

蒂姆·科勒 (Tim Koller) 是麦肯锡公司的合伙人, 任该公司在欧美两个地区的公司财务业务领导。他曾经担任过思腾思特公司 (Stern Stewart & Co.) 副总裁, 该公司是一家财务咨询公司。蒂姆·科勒曾获芝加哥大学工商管理硕士学位。

杰克·默林 (Jack Murrin) 是麦肯锡公司财务业务的创始人之一, 曾任该业务领导, 并以合伙人的身份在该公司的纽约办事处和伦敦办事处工作过。之后, 他在一些知名的公司任战略和财务方面的高级职务。最近, 他在银行家信托公司 (Bankers Trust Corp.) 任高级执行董事和业务发展部领导。他是一位注册会计师, 曾获斯坦福大学商学院工商管理硕士学位。

# 推 荐 序

---

---

《价值评估》被世界范围的企业金融专家誉为同类图书中最好的专著。对于公司价值的衡量、管理和最大化，本书提供了诸多真知灼见，为管理界和投资界的专业人士和学者提供了高级指导。

《价值评估》第3版的中文版的问世是整个团队通力合作的结晶：电子工业出版社世纪波文化发展有限公司为本书在中国的出版给予了大力支持，何瑞女士为本书的翻译、编辑、出版做了大量的组织工作，郝绍伦、谢关平先生为本书做了翻译工作；麦肯锡公司的裴晔、林敏圭、丁大力先生和姚凌宇女士为本书做了最后的审校。感谢以上所有人员为本书付出的辛勤工作，正是由于他们共同的努力，我们才能看到这本内容丰富、文字准确、适合中国读者阅读的《价值评估》第3版。

中国证券市场强劲的发展趋势，为企业并购以及各种形式的资产重组提供了经济 and 知识方面的促进力量。中国企业正努力寻求如何利用资本市场，在国内和国际市场上实现增长。正确理解如何衡量和管理价值，对确保这一势头的可持续发展至关重要。《价值评估》第3版的中文版值此时机问世，我们希望它能像麦肯锡公司其他的专著一样，能为中国领先企业的董事长和首席财务官在提高企业经营绩效管理、实现企业赢利性增长上有所裨益。

华强森 (Jonathan Woetzel)  
麦肯锡公司资深董事  
2002年6月于上海

# 译者序

---

---

1990年,《价值评估:公司价值的衡量与管理》(Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies)一书一问世,即被誉为全世界最好的价值评估指南。十多年来,该书以绝对优势,在前沿性、权威性、学术性和实用性等方面都保持了同类书籍第一的殊荣。世界上的许多管理专家和财务学者都曾受益于该书的思想和方法。可以毫不夸张地说,本书为世界创造了巨大财富。

该书为世界上众多读者朋友所青睐。您只需在新闻媒体或网络上查看一下西方读者对该书的评价,就知道该书的受欢迎程度是何等之高。在美国和其他许多发达国家,许多大学把该书指定为价值评估课程的首选教材。该书之所以如此出色和成功,主要是由于它具有如下特点:

## • 思想和方法新颖、权威

《价值评估》的三位作者皆为管理学界和财务学界的权威(参见“作者简介”)。他们站在这些领域的最前沿,是最新思想的代表,因此他们的思想、观点和方法新颖,具有权威性。就拿本书作者之一的汤姆·科普兰(Tom Copeland)来说,他和佛瑞德·韦斯顿(Fred Weston)合著的《财务理论和公司政策》(Financial Theory and Corporate Policy)一书,早在20世纪80年代就被公认为经典教材;他最近撰写的《实物期权》(Real Options)一书,对期权在管理决策中的运用进行了最新探讨。当然,《价值评估》一书的新颖性和权威性也是毋庸置疑的。为了反映当今世界经济的飞速发展,作者对本书进行了反复修订。您现在看到的是本书最新版——第3版的中文版。该版对前面两版进行了全面更新,其内容更加丰富、新颖、权威。

## • 内容全面、系统

《价值评估》由3大部分构成。第1部分探讨了价值评估的基本思想和观点,第2部分介绍了价值评估的方法,第3部分讨论了价值评估在诸多情景下的应用。这样的安排非常系统、科学。本版新增了6章,对网络公司、周期性公司和保险公司的价值评估是全新内容。另外,对新兴市场公司的价值评估也专设一章进行讨论,这有助于我们认识我国市场向国际市场惯例靠拢的必要性。因此,本版在内容方面比第2版更为全面,安排更加系统。

## • 案例丰富,代表性强

《价值评估》采用了丰富的案例,对价值评估的思想和方法进行了深入浅出的

探讨。这些案例都非常具有代表性，涉及许多知名企业，如花旗银行、喜力、亚马逊等。这些案例配有许多直观、形象的图表，以及精辟的分析和讲解。透过这些案例，您可以较容易地掌握本来很高深的思想和方法。

### • 定性与定量分析的完美结合

《价值评估》有机地把定性和定量分析结合起来。书中不但有定量方面的精确分析，也有定性方面的精心指导。通过本书的学习，您会更善于把公司的战略、经营和文化予以量化，也能更好地根据全球市场、行业的变化将定量的数据进行科学、合理的调整，以便能更准确地把握公司的价值来源，找到正确的价值创造途径。

不可否认，我国的市场经济才起步不久，与发达的市场经济还有相当的差距。但是，书中的基本观点和方法具有一定的普遍性，对于衡量、管理和最大化我国企业的价值同样具有一定的指导意义。再说，我国的市场经济发展势头也甚为强劲，差距必然日益缩小。这样，学习、参考本书就会具有更大的价值。

本书主要由郝绍伦、谢关平翻译和统稿，高增安也承担了部分内容的翻译工作。为了如实地再现原著的内容和风格，体现其非凡价值，我们几位译者认真地反复研读了原著，查阅了大量的资料，特别是利用因特网丰富的信息资源查阅了许多相关的前沿知识。

在翻译过程中，有许多专家对我们的工作给予了大力支持。我国著名科学家唐小我教授、经济预测专家曾勇教授、翻译家曹明伦教授、美籍专家Matthew Bevin和Arvid Hawking博士解答了我们在翻译中遇到的很多难题。另外，张华昭、陈俊文、陈众、赵德文、唐永富、鲁艾丁、夏尚奎、王凤鸣、马永红、吴焕君、杨永华、石增建、姚乃明、李学平、虞洪坤等同志也给予了我们很大的帮助。在此，我们向他们表示由衷的谢意。

郝绍伦 谢关平

2001年10月



# 前 言

---

---

本书第1版早在1990年就出版了，但至今仍然吸引着全世界许许多多的读者。我们认为，本书之所以这么成功，是因为本书是基于普遍的经济学原理写成的。随着我们经验的增加，我们虽然会对本书的内容进行更新和完善，但基本的经济学原理是不会变的。这些基本原理无论何时何地都是行之有效的。

我们的基本观点很简单：公司只要能为股东创造真正的经济价值，就能兴盛。公司是通过资本投资并取得高出投资成本的收益来创造价值的。这个观点对于美国、欧洲和亚洲的公司都同样适用，只是实施的途径不同而已。

公司一旦忘记了这些简单的真理，后果是很明显的：20世纪80年代美国的敌意收购、90年代日本泡沫经济的崩溃、1998年大范围的东南亚经济危机，还有欧洲长期缓慢的经济增长和高失业率都是典型的例子。这些事件尽管起因很多，并且多数是由于政府的政策不当或经济结构不合理所致，但管理者没有把重心放在价值的创造上，是经济状况恶化或出现危机的主要原因。

我们为那些想为公司创造价值的管理者（包括未来的管理者）撰写了这本书。这是一本操作性很强的书，希望能反复为您所用。如果本书写得很出色的话，那很多内容很快就会被划上标记，很多空白处就会出现批注。本书并不是一本放在咖啡茶几上仅供摆设之用的书。

## 管理价值的必要性

过去20年来，公司财务和公司战略这两方面的思维和行为融合在了一起，产生了深远的影响。现在，公司财务再也不是专家们的独有领域，公司战略也不再为首席执行官们所独揽。金融市场的参与者越来越多地通过杠杆收购、敌意收购、代理竞争（proxy contest）等方式参与到企业经营中来；同时，首席执行官们也通过并购、重组、杠杆收购、股份回购等方式，领导公司积极参与到金融市场中去。融资和投资紧紧地联系在了一起。例如，在网络界，股价高是实现兼并、吸引人才的必要前提。

新的事实向企业管理者提出了挑战：他们需要管理价值，需要比过去任何时候都更加关注公司和经营战略所创造的价值。在追求价值的过程中，他们得面对这两种较为极端的选择：是卖掉“皇冠上的明珠”呢还是彻底重组？他们得以更为系统和可靠的方式，在战略与财务融合所导致的动荡局面中寻求机遇。例如，公司经过重组，能创造新的机遇，能收购资产和企业。这些资产和企业对于公司的价值，可能超过了其对于原来的所有者所具有的价值。

## 本书的写作目的

本书最初是以麦肯锡公司咨询顾问手册的形式出现的，这一事实在成了本书的一个特征。本书虽然吸取了领先的前沿学术思想，但目的是指导实际运用，以揭开价值评估的神秘面纱，让读者理解战略与财务的联系。

我们深信，在今天竞争如此激烈的环境中，对价值评估清楚的认识和使用价值评估这种手段引导企业决策的技能，是取得成功的前提。首席执行官、业务经理和财务经理都得深入理解价值评估。很多情况下，价值评估都留给专家们去思考了。价值评估被认为是少数专家所独有的领域，而不是用以提高经营效率的重要工具。

本书一步步地讲解了价值评估的方法，希望能揭开其神秘的面纱。本书还清楚地说明了我们在咨询服务中使用的价值评估的思想框架，并用详细的案例突出了在设计和进行评估时应使用的明智判断，这就使思想框架充满了生机。最为重要的是，本书讨论了如何使用价值评估作为手段为公司做出行为决策的方法。

本书的读者对象相当广泛，包括：

- **业务经理** 公司和部门的领导者比过去任何时候都需要了解该如何对各种战略方案的价值进行评估。他们需要知道，通过重组和其他一些重大行为，可以创造多大的价值。另外，他们还需要向整个组织导入一种价值管理的理念。
- **公司财务人员** 价值评估方法以及财务与战略的联系对于财务主管、并购专家、公司财务人员、公司发展经理和战略决策者都非常重要。如何评估价值、如何创造价值、如何针对价值进行交流，正是他们的根本职责。
- **投资者、证券管理者和分析家** 本书对于这些人员是一本非常有用的指南，可以帮助他们运用现金流量评估方法。该方法直接把公司的价值与公司的业务和资产可能产生的经济收益联系起来，因而是最为理想的基本证券分析法。

## 本书的使用时机

首先，本书是为那些希望提高自身能力，以便为利益关系人创造更大价值的人而作。因此，本书对于以下情况将非常有用：

- 估计公司和业务战略方案的价值以及这些战略中具体方案的价值。这些战略包括新产品导入、资本支出、合资经营等方面的创造性构思。
- 评价兼并、收购、资产出售、资本重组、股份回购之类的重大交易。
- 运用价值管理方法检查企业的经营绩效，并确定相应的目标。我们必须清楚目前的经营和安排是否能创造价值，以及创造价值的大小。同时，了解经营措施中哪些最有希望提高价值也同样重要。

- 同关键的利益关系人 (stakeholder) 尤其是股东就企业的价值进行交流。我们的根本观点是, 公司的价值来源于公司产生现金流量和获取基于现金流量的投资回报的能力。许多公司本来是可以更好地与市场和其他人沟通, 以更好地了解其计划和战略的, 但它们自己得首先成为价值管理者, 清楚自己到底创造了多少价值以及为什么会创造这样的价值。

## 本书的思想基础

巴黎《费加罗报》(Le Figaro) 的编辑曾这样问我们: “你们的方法有何新颖之处?” 就方法本身而言, 答案是几乎没有什么新颖之处。价值评估是财务学中沿用已久的一种方法。该方法的思想源于资本预算的现值方法以及默顿·米勒 (Merton Miller) 教授和佛朗哥·莫迪格莱尼 (Franco Modigliani) 教授提出的价值评估法。这两位教授都是诺贝尔奖获得者, 他们在1961年的《商业杂志》(Journal of Business) 上发表了一篇题为“红利政策、增长和股票的价值评估”(Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares) 的文章, 提出了这个方法。我们主要受益于他们的思想, 但其他人也做了很多工作, 促进了这种方法的普及。尤其是西北大学的阿尔弗雷德·拉帕波特 (Alfred Rappaport) 教授 (ALCAR的创始人之一) 和 (思腾思特公司的) 乔尔·思特恩 (Joel Stern) 是最先把米勒-莫迪格莱尼企业价值评估公式付诸实际应用的人之一。他们开发了相应的计算机软件并投放市场, 使众多公司能轻松地使用这一方法。

## 本书的结构

本书由3部分组成。第1部分讨论了管理者对于价值评估和股东价值的管理应持的观点。第2部分循序渐进地讲解了评估公司价值的方法。第3部分探讨了价值评估方面更为复杂的一些问题和特殊案例。

我们在第1部分中讨论了公司战略与价值之间的关系。第1章阐明了这样的观点: 股东价值的管理是高层管理者的核心职责, 对于他们来说这也是一种挑战。第2章探讨了做一名价值管理者到底意味着什么的问题。我们是通过一个详细的案例分析来进行探讨的。该案例取材于一位首席执行官的实际经历, 这位首席执行官需要对公司进行重组, 以便在全公司建立一种全新的价值管理观念。第3章通过一个简单的案例, 概述了价值创造的基本原理, 并把重点放在方法背后的直觉能力而不是数学运算的探讨上。第4章提供了一个简单而全面的框架, 以说明各种容易混淆的评估标准。第5章以我们亲历的事实, 说明我们的折现现金流量评估观点。第6章描述了实行价值管理中软性的、非量化的一些方面。最后, 我们在第7章中概述了通过兼并、收购和联盟实现价值创造的情况。

第2部分, 即第8~13章, 本身就可以说是一本适用于单一业务公司的价值评估手册。我们在这部分中介绍了一种较为全面的折现现金流量评估方法及其使用。该

方法涉及到如何分析历史绩效，如何预测自由现金流量，如何估计适当的资本机会成本，以及如何对结果进行解释。为了向业务人员提供进一步的帮助，我们使用公开信息，以局外人身份对喜力（Heineken）公司进行了评估。

第3部分，即第14~22章，讨论了在更为复杂的情况下的价值评估。这部分包括对快速增长的网络公司、多种业务公司、周期性公司、银行和保险公司的价值评估。有三章讨论了美国之外的价值评估的诸多问题：对外国子公司的价值评估、对美国之外的公司的价值评估、对新兴市场的公司的价值评估。最后，我们探讨了期权定价理论在资产、负债和投资决策等方面的应用。

### 第3版的新内容

在第1版至第3版出版以来的10年间，我们获得了更多的把价值评估用于咨询工作的经验，也收到了很多读者的反馈意见。根据这些经验，我们广泛地重写和更新了主要章节，在管理者和分析家所面临的实际问题方面增加了更多的详细讲解。我们更新了大多数案例及实证分析。另外，我们还新增了六章内容。对网络公司、周期性公司和保险公司的价值评估进行探讨的几章是全新的，对新兴市场公司的评估也专设一章进行讨论。再者，我们在本书的前面部分新增了两章：一章是对价值创造原理的非数学的、直观性的认识，另一章提供了一个总体框架，以帮助读者认识容易造成混淆的管理绩效评估标准。

汤姆·科普兰

蒂姆·科勒

杰克·默林

# 致 谢

---

---

任何一本书都不可能只是作者的功劳，当然，本书也不例外。本书是麦肯锡公司的企业金融部门和公司所有咨询人员经验的结晶。

首先，我们要感谢恩尼尔斯·伯格斯马（Ennius Bergsma）。恩尼尔斯早在20世纪80年代中期就开始了麦肯锡公司企业金融咨询业务的开发，为我们三位作者的合作起到了巨大的作用。他鼓励我们把公司内部使用的价值评估手册变成一本真正的书，供外部读者学习参考。他为我们争取到了内部支持和赞助，而这正是我们所需要的。恩尼尔斯是与我们进行讨论的主要伙伴。另外，他还与我们合写了第1章“为何要进行价值评估？”。

我们要向佛瑞德·格卢克（Fred Gluck）致以特别的感谢。佛瑞德为在麦肯锡公司内建立有利于知识创造的文化氛围方面起到了关键作用。他作为公司的董事总经理，对于我们许多人和我们的同事就像是一位仁慈的教父。佛瑞德非常支持在麦肯锡公司建立强大的公司企业金融咨询业务。

在这第3版中，我们谨向与我们紧密合作撰写主要章节的几位人士致以谢意。大卫·克里格（David Krieger）对喜力公司进行了分析和价值评估，该方面的内容贯穿全书。苏珊·诺林（Susan Nolen）撰写了第6章“促使价值的实现”，其素材来源于她所领导的一个内部项目。米米·詹姆士（Mimi James）指导我们撰写了第19章有关新兴市场国家公司价值评估的诸多复杂内容。艾丽丝·胡（Alice Hu）把我们带进了网络世界，帮助我们撰写了第15章“网络公司的价值评估”。马科·德·希尔（Marco de Heer）关于周期性公司价值评估的论文是本书第16章的基础。弗拉基米尔·安蒂卡罗夫（Vladimir Antikarov）和菲尔·基南（Phil Keenan）是第20章期权定价方法的忠实支持者。加布里埃尔·加西亚（Gabriel Garcia）和米米·詹姆士为第22章“保险公司的价值评估”的撰写起到了至关重要的作用。瓦莱丽·尤代尔（Valerie Udale）和安玛丽·范·内克（Annemarie van Neck）更新了Excel价值评估模型，使之更易于使用。更灵活。艾丽丝·胡（Alice Hu）、伊丽娜·格里戈林科（Irina Grigorenko）、基姆·沃吉尔（Kim Vogel）、大卫·图伊迪（David Twiddy）、克莉丝·琼斯（Chris Jones）、大卫·赖特（David Wright）和桑迪普·瓦斯瓦尼（Sandeep Vaswani）为第3版做了大量的分析和计算。我们还要感谢佩特里·安拉斯（Petri Allas）、安德烈·安尼马（Andre Annema）、奥利弗·伯利吉（Olivier Berlage）、理查德·多布斯（Richard Dobbs）、乔治·芬（George Fenn）、马克·哥德哈特（Marc Goedhart）、凯文·凯泽（Kevin Kaiser）、皮特·德·威特（Pieter de Wit）为本书的观点、公式和讨论所做出的努力。

我们要向为前两版做出贡献的所有人表示感谢。我们感谢戴夫·富勒（Dave



Furer) 在10多年前夜以继日地为本书草拟初稿并给予我们很大的帮助。本书的思想、观点和分析受益于卡洛斯·阿巴德 (Carlos Abad)、布福德·亚历山大 (Buford Alexander)、帕特·安斯林格 (Pat Anslinger)、阿里·安斯加 (Ali Asghar)、比尔·巴尼特 (Bill Barnett)、丹·伯格曼 (Dan Bergman)、彼得·比森 (Peter Bisson)、乔尔·布利克 (Joel Bleeke)、斯蒂夫·科利 (Steve Coley)、约翰·德普拉特尔 (Johan Depraetere)、迈克尔·多德 (Mikel Dodd)、威尔·德拉珀 (Will Draper)、克里斯琴·冯·德拉森 (Christian von Drathen)、大卫·厄恩斯特 (David Ernst)、比尔·法龙 (Bill Fallon)、拉斯·弗拉汀 (Russ Fradin)、阿洛·高希 (Alo Ghosh)、本田贵子 (Keiko Honda)、菲尔·科洛斯 (Phil Kholos)、先乔·郭 (Shyanjaw Kuo)、库尔特·洛塞特 (Kurt Losert)、比尔·刘易斯 (Bill Lewis)、佩里·莫里诺夫 (Perry Moilinnoff)、迈克·默里 (Mike Murray)、胡安·欧坎坡 (Juan Ocampo)、约翰·佩兴斯 (John Patience)、比尔·普尔施克 (Bill Pursche)、弗兰克·里克特 (Frank Richter)、大卫·罗思柴尔德 (David Rothschild)、西尔维亚·斯蒂芬尼 (Silvia Stefini)、康拉德·斯蒂格尔布伦纳 (Konrad Stiglbrunner)、阿赫迈德·塔哈 (Ahmed Taha)、比尔·特伦特 (Bill Trent)、乔恩·韦纳 (Jon Weiner)、杰克·韦尔奇 (Jack Welch)、大卫·威伦斯基 (David Willensky)。

我们要感谢助手马里斯·茨万 (Marlies Zwaan)、贝茨·贝灵格拉斯 (Betsy Bellinrath) 在整理手稿、协调文稿流动、收发电子邮件、处理4个国家间7个时区的电话方面给予的帮助。杰弗·安德森 (Jeff Anderson) 设计了精美、新颖的图表，与书中文本相配。

艾伦·戈尔德 (Allan Gold) 对书稿进行编辑，并不断提醒我们：我们不是在自己而是在为读者写作。艾伦也不断给疲惫的作者以鼓励。南希·尼科尔斯 (Nancy Nicols) 对本书的编辑也做出了贡献。

麦肯锡公司金融和战略业务的领导尤其是克里斯琴·卡斯帕 (Christian Caspar) 和朗·休默 (Ron Hulme) 给予了我们巨大的支持和鼓励。如果没有他们的支持和鼓励，我们是不可能在这本书上投入这样的时间和精力。我们还要感谢艾伦·坎特罗 (Alan Kantrow) 向我们提出的建议。

感谢威利公司 (Wiley) 的编辑帕梅拉·范·吉森 (Pamela van Giessen)、克洛多·坎普扎诺 (Claudio Campuzano)，也感谢南希·马库斯·兰德 (Nancy Marcus Land) 及其领导的出版发展公司 (Publication Development Company) 的员工为本书的排版和印刷所付出的努力。

最后，我们要感谢最为重要的支持者：玛吉·科普兰 (Maggie Copeland)、梅利莎·科勒 (Melissa Koller) 和温迪·默多克 (Wendy Murdock)。没有她们的鼓励和理解，本书是不可能问世的。

汤姆·科普兰  
蒂姆·科勒  
杰克·默林

# 目 录

---

---

第1部分 公司价值与管理者的使命 .....	1
第1章 为何要进行价值评估 .....	2
1.1 股东价值日益重要 .....	2
1.2 以股东为核心的经济表现更佳 .....	8
1.3 小结 .....	11
第2章 价值管理者 .....	12
2.1 成为价值管理者 .....	12
2.2 小结 .....	36
第3章 价值创造的基本原理 .....	37
3.1 早期 .....	37
3.2 新业务 .....	39
3.3 上市 .....	40
3.4 扩展相关计划 .....	42
3.5 小结 .....	42
第4章 跨越价值评估标准的障碍 .....	44
4.1 对框架的进一步探讨 .....	45
4.2 股市绩效：期望踏车(the expectations treadmill) .....	46
4.3 内在折现现金流量驱动的市场价值 .....	50
4.4 现金流量之外：增长率与投入资本收益率 .....	54
4.5 价值驱动因素：先行指标 .....	57
4.6 小结 .....	57
第5章 现金至上 .....	58
5.1 股东总收益与期望变化的联系 .....	59
5.2 价值水平与投入资本收益率/增长率的关系 .....	60
5.3 市场能洞悉粉饰的收益 .....	62
5.4 市场关注长期收益 .....	65
5.5 市场效率低对公司管理者的含义 .....	68
5.6 小结 .....	69
第6章 实现价值 .....	70
6.1 确立远大目标 .....	72
6.2 管理公司业务组合 .....	73

6.3	引导组织向着价值方向发展	75
6.4	理解价值驱动因素	77
6.5	管理业务绩效	80
6.6	管理个人绩效	83
6.7	着手实现价值	85
6.8	小结	86
第7章	兼并、收购与合资	87
7.1	赢家与输家	88
7.2	失败的原因	90
7.3	成功并购的步骤	93
7.4	合资	98
7.5	小结	99
第2部分	现金流量价值评估：业内人员指南	101
第8章	价值评估框架	102
8.1	企业折现现金流量模型	102
8.2	现金流量与价值的驱动因素	106
8.3	经济利润模型	111
8.4	调整后现值模型	114
8.5	权益折现现金流量模型	118
8.6	期权价值评估模型	119
8.7	其他方法	120
8.8	小结	121
第9章	历史绩效分析	123
9.1	重新组织会计报表	124
9.2	自由现金流量	131
9.3	分解投入资本收益率	134
9.4	信用状况与变现能力	136
9.5	财务绩效分析中的高级问题	138
第10章	资本成本估算	160
10.1	加权平均资本成本估算公式	161
10.2	第1步：确定市值权数	162
10.3	第2步：估算非权益筹资成本	166
10.4	第3步：估算权益筹资成本	170
第11章	绩效预测	185
11.1	确定预测的时间长度和详细程度	185
11.2	形成战略构想	186
11.3	把战略构想转化成财务预测	191



11.4	建立绩效前景 .....	194
11.5	检查是否一致 .....	194
11.6	引导预测的一些数据 .....	195
第12章	连续价值估算 .....	214
12.1	折现现金流量连续价值评估推荐公式 .....	215
12.2	经济利润连续价值评估推荐公式 .....	217
12.3	理解连续价值中的问题 .....	218
12.4	连续价值变量参数估算 .....	222
12.5	常见错误 .....	224
12.6	其他评估方法 .....	225
12.7	连续价值高级公式 .....	228
第13章	结果的计算与解释 .....	232
13.1	计算和检验结果 .....	232
13.2	解释结果 .....	234
13.3	价值评估的艺术 .....	234
第3部分	价值评估的应用 .....	241
第14章	多种业务公司的价值评估 .....	242
14.1	评估多种业务公司 .....	242
14.2	小结 .....	251
第15章	网络公司的价值评估 .....	253
15.1	无现金流量可折现情况下的折现现金流量分析 .....	253
15.2	从未来开始 .....	255
15.3	确定可能性权数 .....	256
15.4	顾客价值分析 .....	257
15.5	不确定性依然存在 .....	260
15.6	小结 .....	260
第16章	周期性公司的价值评估 .....	261
16.1	周期性公司的股票价格行为 .....	261
16.2	周期性公司的价值评估方法 .....	265
16.3	小结 .....	267
第17章	国外子公司的价值评估 .....	268
17.1	第1步：分析历史绩效 .....	269
17.2	第2步：预测以子公司所在国货币为单位的现金流量 .....	273
17.3	第3步：估算外币折现率 .....	275
17.4	第4步：对自由现金流量折现 .....	276
17.5	外汇套期保值的作用 .....	277
17.6	小结 .....	280