

McKinsey & Company, Inc.

中文版

价值 评估

汤姆·科普兰
蒂姆·科勒 著
杰克·默林
贾辉然 等 译
程嘉树 审定

公司价值的衡量和管理

中国大百科全书出版社

价值评估

——公司价值的衡量与管理

(中文第二版)

[美] 汤姆·科普兰

蒂姆·科勒

著

杰克·默林

贾辉然

李长山

臧惠娟

马新林

译

林燕

程嘉树 审订

中国大百科全书出版社

[京]图字:01-96-1472号

图书在版编目(CIP)数据

价值评估/(美)科普兰(Copeland, T.)等著;贾辉然等译. -北京:中国大百科全书出版社, 1997.4

书名原文: Valuation

ISBN 7-5000-5825-X

I. 估… II. 科… ②贾… III. 企业-评估 IV. F270

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97)第 03137 号

特约编审:程嘉树

责任编辑:谢刚 马汝军

封面设计:高源

价值评估

汤姆·科普兰等 著

贾辉然等译

中国大百科全书出版社出版发行

(北京阜成门北大街 17 号 邮政编码:100037)

新华书店经销

北京中文天地文化艺术有限公司排版

北京百花彩印有限公司印刷

开本:850×1168 1/32 印张:18 字数:500千字

1998年2月第2版 1998年2月第1次印刷

印数:5000-10000册

ISBN 7-5000-5825-X/F·185

定价:100元

VALUATION

MEASURING AND MANAGING THE VALUE OF COMPANIES, SECOND EDITION

Tom Copeland

Tim Koller

Jack Murrin

McKinsey & Company, Inc.

JOHN WILEY & SONS, INC.

New York • Chichester • Brisbane • Toronto • Singapore

保留一切权利,经过授权,根据约翰·威利父子公司英文版第二版译出。

All rights Reserved. Authorized translation
from English language edition Published by
John Willey & Sons, Inc.

本书承麦肯锡中国公司投资咨询专家程嘉树先生审订

谨以此书献给我们的父母：乔治和艾琳·科普兰、
戴维和珍妮特·科勒、约翰和威尔玛·默林，感谢他们
多年来充满爱意的支持。

中文版前言

《价值评估》中文版的问世，和麦肯锡公司在中国和世界其他地区的项目一样，是一次卓有成效的“团队”成果。中国大百科全书出版社社长单基夫先生为本书在中国的出版给予了大力支持，谢刚先生为本书的翻译、编辑、出版做了大量的组织工作。本书的翻译工作者贾辉然等先生在翻译过程中，以严谨、信达之精神，辛勤努力使本书得以顺利出版。麦肯锡公司高级咨询专家程嘉树先生为本书做了最后审定，逐章逐页地对关键性术语和重要概念进行了细致的润色和推敲，使本书在内容和文字一致性、准确性方面得以保证。为了方便中国读者阅读，程先生还专门撰写了专业术语解释这一部分，附于书末供

读者参考。此外，我的同事华强森先生 (Jonathan Woetzel)，凯撒先生 (Olivier Kayser)、潘望博先生 (Tony Perkins)，祁斯礼先生 (Dominic Casserley) 亦为本书在中国的出版给予了关注和支持。

《价值评估》是一本专业性较强的管理类文献，适用于企业、公司、银行的高层经理以及专门从事价值评估的专业人员。高等院校的经济管理学院亦可用作管理课程的参考书目。

尽管本书使用的数据和案例都是援引发达国家的经验，但是麦肯锡公司的同仁衷心希望《价值评估》一书能为中国企业的领导人在提高企业经营管理绩效，赶超世界先进管理水平上有所裨益。

欧高敦
(Gordon Orr)

麦肯锡中国公司
一九九七年四月于北京

序言

这是一本不同寻常的书。它旨在引导人们严谨、翔实地评估公司的价值，同时，论述评估过程中的一些特殊问题（例如，如何评估金融机构），此外，还要说明公司环境乃至公司管理者面临的挑战发生了怎样的变化。价值及其评估比以往任何时候都重要。本书即主要讨论如何评估真实的价值。

我们希望这本书可供你反复使用。如果我们做得不错，书中将很快涂满各种批注和记号。它不是一本闲书，而是一本用于探讨价值的工具书。

过去十年来，思想与活动都曾水火不融的两个支系——公司财政和公司战略，经剧烈冲突后融为一体。公司财政不再是

财政专家的禁地，公司战略也不再是总经理们的特区。战略与财政之间的联系日趋紧密和明显。金融市场的参与者通过债资收购、敌意兼并和股东委托权益的冲突，越来越多地卷入商业经营。与此同时，总经理们领导其公司，通过自发改组、债资调整资本、债资收购、股份重购等等，日益活跃于金融市场。融资与投资目前已经密不可分地联系起来。

新的现实向企业管理者发出挑战：他们需要管理价值。他们比以往任何时候都更需要关注其公司及其商业战略所创造的价值。在追逐价值的过程中，他们发现自己面临重大抉择，即或者售出“王冠上的钻石”，或者彻底改组其业务。他们必须以更为系统和可靠的方式，在战略与财政合流导致的动荡局面中寻找机会。例如，由于改组，公司面临前所未有的机会去获取资产和业务，这些资产和业务对它们来说要比对其原物主来说更具价值。

本书的写作目的

我们公司——麦肯锡公司（McKinsey & Company, Inc.），每年与数百家公司合作，研究他们持续改进经营状况的战略。这项工作往往涉及重大的财政内容，例如可能性改组咨询、收购方案、合并交易、资产出售和国际商业经营等等。因此，在麦肯锡公司，财政不仅仅是一个专门的业务领域，它是我们对客户的全面服务的一个必要组成部分。

本书出于我们的“公司财政业务”方面一项特殊的研究项目，这方面业务的目的是，制订有效联系财政与战略的价值评估和财政思想方针。我们借助最新的学术思想和自己的研究，设计了明确和稳妥的方式，在我们与客户面对的各种情况下，

评估价值。其中包括为单一业务公司价值评估；评估多种业务公司的价值创造和改组可能；实施以价值为基础的管理；评价收购行动；分析国际和多国业务机会；运用抉择定价方法，根据各项战略给出的灵活程度，对其价值作出评估。

本书的主要目的是消除对价值评估的神秘感。我们希望基于价值的思维和先进的价值评估方法将很快得到普及。我们相信，清晰的价值评估思想和运用价值评估指导商业决定的技能是成功地应付当今竞争环境的先决条件。总经理、业务经理和财务经理都需要对价值有明确的理解。到目前为止，价值评估工作一向交由“专家”处理，并用于专门场合。它往往被看作是一门自成体系的学问，而不是改善商业经营的重要手段。但是，价值评估确非高深莫测的学科。

在本书中，我们准备揭开它的面纱，逐步解释如何作好价值评估。并进一步阐明我们在咨询工作中采用的价值评估框架，通过突出价值评估过程中实际判断的具体案例，再现这些框架。最重要的是，我们将讨论如何运用价值评估，为公司的行动方针作出决策。

二版中的新内容

20世纪80年代末，我们撰写本书的第一版时，由于敌意兼并活动和债资收购等，公司控权市场给美国的管理部门施加了强大的外部压力。“侵入者”经济学成为一个热门话题，也成为一个明确的理由，足以说明要对价值创造进行管理及现职管理部门要为股东实现最大价值的原因。但我们还得知，价值管理的理由更为广泛。虽然公司控制权市场很重要，但它不是唯一的、乃至最强的驱动力，在美国之外尤其如此。因此，在

第二版中，高层管理角度更具全球视野。例如，题为“为何要评估价值”的第1章，为在任何自由经济条件下，尤其是在美国之外，实现股东价值的最大化提供了理论依据（并辅以实证）；第13章讨论了“美国之外的价值评估”。

此外，我们在以价值为基础的管理方式的实际运用方面，也取得了广泛的经验。这种方式既强调了从目前的以会计为基础的绩效制度向以价值为基础的制度的转移，又提供了一种不断完善的方法，以推动第一线管理人员利用操作性价值驱动因素，不断改进损益表和资产负债表的管理。第二版中新增的第4章，从高层管理部门的角度探讨了以价值为基础的管理。这些概念还酌情在其他章节中有所表述。

本书的读者对象

本书最初是用作指导麦肯锡公司的咨询人员。如今予以刊行，希望对更多的读者会有所助益。这些读者包括：

- **业务经理** 公司和经营单位的领导者，现在比以往更需要了解如何评估各种备选战略的价值。他们要知道，通过改组和其他重大交易，他们可以创造多少价值。此外，他们还需要在整个组织中灌输管理价值思想。
- **公司财务人员** 价值评估方法以及财政与战略之间的联系对财务主管、合并和收购专家，公司内和华尔街的财务人员，乃至公司发展经理和战略决策人员非常重要。他们的根本职责就在于如何评估、创造价值，以及同投资者交流。
- **投资者、有价证券经营者和股市分析师** 本书将对

这些人员应用现金流量评估方法，起到指导作用。因为它将公司的价值与公司业务和资产可产生的经济收益直接联系在一起，所以，这是最纯粹的基本股市分析形式。

虽然我们的许多例证和说明是针对美国的情况，但本书描述的价值评估的基本原则和方法却适用于每个国家。稍加调整，即可用于欧洲和远东。第 13 章专门对此作了论述。市场条件和信息的多寡因地而异，但技术本身为投资者和经理人员评估价值奠定了基础。

本书的适用时机

首先，本书是为希望提高能力，为其利益相关者创造价值的那些人撰写的。在遇有下列需要时，本书极为有用：

- 估测公司和商业备选战略的价值以及这些战略中具体方案的价值。这类战略包括新产品引进、资本支出、合资企业协定和新市场介入。
- 评价重大交易，例如合并、收购、资产出售、资产重组和股份重购。
- 运用以价值为基础的管理检查业务活动的绩效，并确定其目标。必须清楚目前从事或策划的业务是否创造价值，以及创造价值的程度。了解经营措施中哪些最有可能增进价值也同样重要。
- 与主要的利益拥有者、尤其是股东就企业的价值互通信息。我们的基本假定是，一个公司的价值源于它产生现金流量和基于现金流量的投资回报的能力。我们认为，许多公司本可以更好地向市场和其

他人通报信息，说明其计划和战略的价值。但首先，它们自身应当成为价值的经营者。它们需要了解它们可以创造哪些价值，为什么可以创造这些价值。

本书的结构

本书分为三个部分。第一部分——第1至第4章，讨论了商业战略与价值之间的关系。在第1章中，我们阐明了股东价值的管理是当今高层管理人员面临的主要任务和挑战。我们比较了欧洲、北美和日本的公司，表明成功的公司从长远的意义上扩大了股东价值、生产率和就业。有人认为在就业与增加股东财富之间存在冲突，但没有证据支持这种看法。从长远来看，这些目标是相互补充，而不是相互替代的。在第2章中，我们描述了做一名价值管理者意味着什么。我们依据一位总经理的实际经验进行了详尽的案例研究。这位总经理需要对其公司加以改组，以建立全新的价值管理观念。第3章评论了我们的基本前提，即有效价值管理意味着强调现金流量和业务活动的现金流量回报率。我们证明，传统的会计方法可以成为理解现金流量回报的有用手段，但不能代替这些更直接的价值指标。第4章通过介绍以价值为基础的管理及其经济效益，完整说明了价值管理问题。该章描述了我们的客户基于价值的决策完全改变了高层管理部门的行动方针，揭示了如何利用基于管理的价值评估。

第二部分——第5到第10章，可以说是一部完整的单一业务公司价值评估手册。它一步一步地描述了以现金流量折现价值评估的一般方法及使用。其中包括如何分析历史绩效，预

测自由现金流量，估测适当的资本机会成本，确定价值来源并对结果作出解释。为进一步帮助实践者，我们使用公开的信息，对一家具体的公司（普雷斯顿公司）进行了简单评估。

最后一部分——第 11 章到 16 章，讨论了更复杂情况下的价值评估。我们列入了关于多重业务公司价值评估的一章，说明如何估测每一部分业务、公司中心等等的价值。另有关于多国公司价值评估的一章和美国之外公司评估的一章。第 14 章涉及对收购、合并、资产出售和合资企业管理的看法。第 15 章中，探讨了如何将抉择定价理论应用于公司资产和负债（例如可转换债务）。第 16 章讨论了银行一类金融中介机构的价值评估原则。这是一个极为复杂的领域，随着频频出现的银行合并、储蓄与信贷公司的失败和国际金融联合，其重要性日益增加。

本书的思想基础

巴黎《费加罗报》的编辑曾经提问，“你们的方法中有哪些新的东西？”就方法论而言，回答是，“实际上什么新东西也没有。”价值评估是金融学中沿用已久的一种方法，其思想起源于资本预算的现值方法以及默顿·米勒教授和弗朗哥·莫迪里亚尼教授（均为诺贝尔奖获得者）的价值评估方法，后一种方法是他们在 1961 年《商业杂志》一篇题为“股息政策、增长和股票的价值评估”的文章中提出的。我们主要受益于他们的思想，但其他人为其方法的普及做了许多工作。尤其是，西北大学的拉帕波特教授（ALCAR 的共同创办人）和（斯特恩·斯图尔特公司的）乔尔·斯特恩最先将米勒-莫迪里亚尼公司实体价值评估公式付诸实际应用，开发并出售这方面的计算机软

件，为各公司提供了便利。

不过，对《费加罗报》编辑的提问还有另一种答案。个人电脑的出现大大消除了使用电脑展开式软件的神秘感，方便了管理部门在合并与收购、改组和基于价值的管理等实际工作中应用这一方法。所谓新的东西，就在于价值评估成为一种新的有效手段，将董事会一级的战略决策层层传递，与第一线管理人员的价值驱动措施联系起来。这对在最大限度内增加整个组织中的股东财富的基础上，建立了一套正确的共同语言，大有裨益。

鸣谢

没有任何书可以全部归功于作者个人。本书当然也不例外,尤其是,它的产生,有赖于麦肯锡公司的公司财政业务和全公司咨询人员的经验。本书的第二版,除第一版列明的那些朋友外,还得到许多新朋友的大力帮助。

我们谨此特别感谢恩尼斯-伯格斯马和弗雷德·格卢克的指导和鼓励。

戴夫·富勒帮助撰写了本书的初稿,作为公司内部使用的咨询手册,使我们受益匪浅。咪咪·詹姆斯为本书的许多部分提供了分析证据,并帮助制订了工业公司的价值评估模式和银行业务模式。我们还应特别提及阿赫迈德·塔哈、菲尔·库勒斯、阿里

·阿斯加尔和佩里·莫里诺夫,他们为实例材料和价值评估模式作出了贡献。“为何评估价值”一章延续了比尔·刘易斯主持下麦肯锡全球研究所在生产率方面的工作。我们感谢比尔·法龙、戴维·罗思柴尔德和库尔特·洛塞特对“以价值为基础的管理”一章给予的帮助。关于收购和合资企业一章受益于我们的公司领导中心所做的工作,主要供稿者是约翰·佩兴斯、斯蒂夫·科利和杰克·韦尔奇,同时,戴维·厄恩斯特和乔尔·布利克合著的《为竞争而合作》一书也对该章有所帮助。Shyanjaw Kuo 基于与阿洛·高希、乔恩·韦纳和胡安·奥坎波合作进行的麦肯锡公司研究项目,在抉择定价应用问题上提供了广泛的帮助。

我们还要感谢与本公司大批精于公司财政的咨询人员和专家,他们对我们的努力多有促进。一些人应当特别予以提及:布福德·亚历山大、波得·比森、丹·伯格曼、约翰·德普拉特尔、迈克尔·多德、帕特·安斯林格、弗兰克·里克特、西尔维亚·斯蒂芬尼、本田贵子、威尔·德雷珀、拉斯·弗拉汀、比尔·巴尼特、比尔·特伦特、康拉德·斯蒂格尔布伦纳、卡洛斯·阿巴德、戴维·威伦斯基、比尔·普尔施克、迈克·默里和克里斯琴·冯·德拉森。

感谢莱诺拉·坎内吉尔特和特里西亚·亨尼西在准备原稿和图表过程中给予的帮助。约翰·多诺万和纽约图表制做小组的其他人出色完成了他们的本职工作。

吉恩·兹拉尼强化了本书的视觉效果,维拉·多伊奇帮助设计了图表和封面。

最后,但并非最不重要的是,我们希望感谢斯图尔特·弗拉克,他为我们提供了反馈信息,并将本书的原稿熟练地综合成为目前的读物。

威利公司的编辑、销售和印制小组也有上乘表现,谨此感谢