

McKinsey & Company



# Valuation

Measuring and Managing the Value of Companies, 4th Edition

# 价值评估

## 公司价值的衡量与管理

(第4版)

(美) 蒂姆·科勒

(荷) 马克·戈德哈特 著

(美) 戴维·威赛尔斯

高建 魏平 朱晓龙 等译



电子工业出版社  
PUBLISHING HOUSE OF ELECTRONICS INDUSTRY  
<http://www.phei.com.cn>

McKinsey & Company

# Valuation


Measuring and Managing the Value of Companies, 4th Edition

# 价值评估

## 公司价值的衡量与管理

(第4版)

邵子龙 江波 卢兴 邢臻 沈毅 常乐 过晓艳 校译



(美) 蒂姆·科勒  
(荷) 马克·戈德哈特 著  
(美) 戴维·威赛尔斯  
高建 魏平 朱晓龙 等译

电子工业出版社

Publishing House of Electronics Industry

北京·BEIJING

Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 4e

Copyright © 2005 by McKinsey & Company, Inc.

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

本书中文简体字版由 John Wiley & Sons 公司授权电子工业出版社独家出版发行, 未经出版者书面许可, 不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。  
版权所有, 侵权必究。

版权贸易合同登记号 图字: 01-2006-0884

#### 图书在版编目 (CIP) 数据

价值评估: 公司价值的衡量与管理 (第 4 版) / (美) 科勒 (Koller, T.), (荷) 戈德哈特 (Goedhart, M.), (美) 威赛尔斯 (Wessels, D.) 著; 高建等译. —北京: 电子工业出版社, 2007.2

书名原文: Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 4th edition  
ISBN 978-7-121-03593-7

I. 价… II. ①科… ②戈… ③威… ④高… III. 公司—价值—评估 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 146736 号

责任编辑: 晋 晶

印 刷: 北京智力达印刷有限公司

装 订: 北京中新伟业印刷有限公司

出版发行: 电子工业出版社

北京市海淀区万寿路 173 信箱 邮编 100036

开 本: 720×1000 1/16 印张: 39.75 字数: 757 千字

印 次: 2007 年 2 月第 1 次印刷

定 价: 88.00

凡所购买电子工业出版社图书有缺损问题, 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; 邮购电话: (010) 88254888。

质量投诉请发邮件至 zltz@phei.com.cn, 盗版侵权举报请发邮件至 dbqq@phei.com.cn。

服务热线: (010) 88258888。

# 中文版序

截止到2006年年底，大中华地区的上市公司（上海、深圳、香港、台湾四地股市的上市公司）总市值已经超过3万亿美元。如果再加上非上市公司的价值，这个数字保守估计也会增加50%。仅2006年一年，大中华地区的企业首发上市、收购和合资交易的总值就已达到1400亿美元以上。

无论是作为投资者、所有者、管理者，还是作为监管者，准确地了解价值、价值的驱动因素、以及今后如何通过管理层及其他有关各方的行动来提高价值，都绝对是必要的。随着越来越多的中国企业走向国际，通过收购向海外发展，准确估值也变得至关重要。在不明价值的情况下就贸然决策，不仅可能导致做出决策的管理层被撤换，而且还可能造成整个企业的破产，给政府和社会造成负面影响。

本书旨在为任何需要了解如何衡量和评估企业价值的人提供相关的工具。事实上，在过去15年中，该书先前的版本不仅已经成为初学估值者的标准参考书，而且成为那些可能偶尔或经常进行估值的管理者的案头必备读物。该书的撰写立足实务，书中详实的案例生动阐述了估值方法及价值创造与管理的理念。

在这本最新的第4版中，除了价值评估的核心内容外，还有四个关键点对中国商界领袖特别重要。第一点是跨国企业的价值评估，例如如何处理复杂的会计差异、国际税收、外汇汇率和其他在跨国并购中所面临的独特风险与挑战。第二点是新兴市场的价值评估。您将洞悉国际投资者和合作伙伴是如何评估您企业的价值；更重要的是，您将明察您企业中的关键价值驱动因素，从而加速未来的价值增长。第三点与第二点紧密相关，您将了解到投资者是如何评估高增长企业的价值，因为此类企业的价值可能主要在于未来盈利的期望，而不是当前盈利的状况。对所有身处中国高增长企业的人来说，将第二点与第三点结合起来至为关键。第四点是周期性企业的价值评估，这对于当前正在积极向海外投资的中国基础材料和能源行业的企业尤为重要。这些行业数十年来一直面临市场价格的周期性波动，目前许多商品的价格更处在了历史最高位。您将了解到如何判断那些面临这类不确定性的企业的经济价值。

总而言之，该书为大家指出了一条价值创造之路。通过领会价值创造的核心原则，思考如何将这些原则在中国这样飞速变化的市场中妥善运用，作为商界领袖的我们就能够更好地做出最终有利于员工、有利于所有者、乃至有利于整个社会的决策。我诚挚地希望该书能成为您商海征程中的可靠指南。

欧高敦（Gordon ORR）

麦肯锡公司大中华区董事长，资深董事

# 译者序

## 一

麦肯锡的创始人 Marvin Bower 曾经说“仅仅有创意是不够的，创意不能持久，必须把创意落实为行动”。Marvin Bower 被称为是应该与德鲁克共享“管理之父”美誉的人。由麦肯锡公司组织完成的本书正是在实践 Marvin Bower 倡导的思想。

我们知道，创造价值是现代企业对其本质的一个最深刻认识。但是，创造价值如果停留在创意上，或者停留在对它的解读上，就不会给企业带来利益，同样也不会给顾客带来利益。但是，多年来对创造价值的解读多于进行创造价值的行动，一个基本原因是缺乏从理论到实践的桥梁。虽然懂得企业创造价值的原理，会计算现金流量、资本成本，知道价值的计算公式，却缺乏对价值驱动因素的理解，缺乏对复杂环境、公司战略与价值创造之间联系的理解，因此，对于如何推动价值创造，企业往往认可其重要性，却不认可其操作性，在创造价值的道路上进展迟缓。没有从创意变成行动，企业存在的意义和企业家的价值便得不到体现。提高创造价值能力可能是中国企业在未来成长道路上所需要的最重要的能力。

本书讲述了如何正确认识创造价值和创造价值的基本原理，诠释了合理估值的主要方法，揭示了创造价值的来源，剖析了典型公司类型的价值评估。它是一部帮助企业提升创造价值能力的思想和行动的最佳指南。

## 二

市面上关于价值评估的书籍很多，从普及版本到高级手册，从一般论述到专题分析。然而，本书不同于现有同类图书。它有着现有价值评估图书不可企及的两个优势。第一，本书的许多研究成果基于麦肯锡公司多年的研究积累和数据积累。例如，第 1 章中体现了一个重要发现“资本市场奖励那些致力于长期价值创造的公司”，第 6 章是对价值创造元素的发现，第 3 篇对关键估值方法的解读等在



很大程度上基于麦肯锡公司过去的工作积累，是一种原创性的成果，对于其他书籍来说具有不可模仿性；第二，把企业价值的衡量和管理放在一个产业背景和公司战略的高度。这无疑改变了把价值评估当做估值工具的流行做法。阅读书中的第1篇、第3篇中的第7章和第8章以及第4篇的内容，我们会对创造价值从工具层面升华到产业层面和战略层面，企业基于创造价值的基本原理进行价值管理的必要性和可行性将跃然于心。

对于读者而言，最为重要的读书收获是知道什么是重要的事情和如何做好重要的事情。在价值评估领域里，只有从产业和战略高度理解价值创造的驱动因素和条件，价值评估才能真正发挥作用；相应地，在估值方法选择、价值创造方式选择上才有方向和尺度。

相对于前面的版本，第4版在帮助读者理解价值创造原理、价值创造的历史重要性、价值创造的来源等方面给予了特别的重视，抓住了创造价值的根本前提（在本书的前言中对于第4版与前1版的不同之处进行了详细的说明，此处不再重复）。

归纳起来，除了上述优势外，本书还具有下列特色：

第一，阐述简明。对于缺乏金融和经济学知识的读者，也能从本书通俗的事例和明了的图表中理解创造价值的原理。第2章特别具有这样的特色，第3章提出的公司金融宗式则鲜明地表达了价值评估的本质。

第二，化繁为简。第2篇提出了价值评估的框架，对各项主要价值评估方法和步骤完全从实践需要出发，结合理论依据，提出了具体的处理意见。

第三，突出典型。相对于行业成熟、市场变化小、本国经营的企业而言，那些新兴企业、新兴市场、多国经营下价值评估面临更多的不确定和特定问题，对于没有经验的人士而言，遇到对这样的企业进行价值评估会感到束手无策。本书在第4篇就多业务公司、灵活性投资、跨国经营、新兴市场、高增长公司、循环型公司和金融机构等典型类型进行了细致、系统的分析，为各类读者提供了可供借鉴的精选案例。

第四，精益求精。与第3版相比，相隔仅有5年，但是，细数一下，与第3版同名的章节都重新修改，在第4版的25章中，完全新增加了整个第3篇，前后共8章内容。

### 三

之所以承担本书的翻译工作，有两个主要原因。第一，它的确是一本好书。在公司金融中，创造价值是其目标，价值评估也是重要内容，但是，现有教科书最缺乏的是如何建立公司金融和公司战略的联系，如何使公司有能力找到提升公司价值的方法，在估值中如何贴近现实等。在我历年的公司金融（即通常所谓谓

的公司财务)教学中,一直寻找能对上述问题有所涉及的教学材料。本书的内容非常符合我的上述需要。

因此,本书在第一次译成中文版(第2版)时,就成为我的教学参考书,随后的第3版对教学的贡献更为直接,其中讲述的价值管理者、估值方法和典型估值案例对提高学生认识公司金融的战略重要性、评价如何选择公司业务和增强价值评估能力的作用显著。

第二,该书在价值评估领域具有标志性。首先,本书不仅体现了价值评估领域的最新成果,而且融入了金融领域的最新成果,例如,对行为金融的关注、对实物期权的关注、从价值创造角度对因特网泡沫的评价等。其次,本书因其前文提到的两个优势,在涉及价值评估和管理的相关领域具有权威性,是专业人士和管理者必备的参考书籍。优秀的图书应该让更多的读者研读和学习。把它介绍给中国读者十分必要。

### 四

参加本书翻译的人员和分工如下:高建(第3章、第6章、第11章、第12章、索引、前言、致谢、扉页和封底),朱晓龙和高建(第1章、第2章、第4章、第7章、第8章),朱晓龙(第13~15章、第18~19章、第24章),魏平(第5章、第9章、第10章、附录),石书德(第16章、第17章),杨湘玉、程源(第20章),叶华拓(第21章),陈希(第22章),贺维平、张炜(第23章),董芸逢、张康(第25章)。在上述人员完成翻译之后,前期由高建校对,后期由麦肯锡方面校对和审稿。

麦肯锡的求实工作作风是本书质量的根本保障。没有他们的严格、严谨和严肃的校对和审稿工作,本书不可能有这么高的质量。通过与他们的共事,让我们看到精益求精的真正含义。对此,作为译者,他们对本书的无私奉献表示由衷地感谢。

高建

清华大学经济管理学院

2006年12月18日

# 前 言

---

本书的第1版早在1990年就出版了，我们为它不断地吸引世界各地的读者感到欢欣鼓舞。我们认为，本书能够成功，是因为本书是基于普通的经济学原理写成的。虽然，随着我们的经验增长以及商业环境和金融环境的不断发展，本书的内容在不断改进、更新和扩充，但是基本的经济学原理是不会变的。

第1版出版后的15年，是商业史上不寻常的一个阶段，管理者和投资者将继续迎接在这个时期出现的机会和挑战。对我们而言，因特网的兴衰更加坚定了我们对于价值创造核心原理的信念。这也许看上去不合逻辑，因为我们知道有的公司在某段时间里，股票市场可能不是一种可靠的价值指标。但这恰恰更坚定了我们信念，相信管理者会进行更多调整，以符合公司的基本价值以及创造更多价值的方法，因为股票市场的信号并不总是可靠的。

本书要表达的观点很简单：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资本成本的回报来创造价值的。这些观点适用于任何时间和地点。本书阐释了核心原理，描述了公司如何运用这些原理提高价值，以及阐释了运用这些原理的实用途径。

我们为那些想为公司创造价值的管理者（和未来的管理者）以及投资者撰写了本书。这是一本操作性很强的书，希望能反复为你所用。如果本书确实很出色的话，那很多内容很快就会被画上标记，很多空白处就会出现批注。这不是一本放在咖啡茶几上仅供摆设之用的书。



### 为什么需要这样一本书

本书源于麦肯锡顾问的一本手册，这可以从书的性质中反映出来。尽管本书汲取了领先的学术思想，但目的却是实践运用。它旨在让价值评估领域走出神秘，并澄清战略与金融的联系。

我们相信对价值评估的清晰思考，以及掌握经营决策的价值评估技能是成功的先决条件。首席执行官、业务经理和财务经理并不一定都能很好地理解价值。但是，如果要做好工作和履行职责，他们就必须理解价值。

我们希望通过本书，一步一步地说明如何做好估值，揭开价值评估的神秘面纱。我们描述了在咨询工作中使用的价值评估框架，并通过详细的案例研究生动地加以诠释，凸显了开发和利用价值评估相关的务实判断。最重要的是，我们讨论了如何使用价值评估为公司的发展做出正确的决策。

本书将帮助企业管理者更好地理解如何：

- 根据对每项战略选择的价值估算，在可供选择的经营战略中做出决策。
- 制定公司的业务组合战略，了解哪些业务单元安排在母公司中是最佳的定位，哪些业务单元安排在其他的所有权模式下可以有更好的绩效。
- 评价主要的交易，包括收购、剥离和重组。
- 改进公司的绩效管理体系，以协调组织的不同部分并创造价值。
- 设计有效的资本结构，支持公司战略并使财务困境的风险降至最低。

### 知识基础

价值评估是一种历史悠久的金融方法。它的知识源自资本预算中的现值方法和默顿·米勒(Merton Miller)与弗兰克·莫迪格利亚尼(Franco Modigliani)教授在1961年《商业杂志》(*Journal of Business*)上名为“股息政策、增长和股票的价值评估”文章中建立的价值评估方法。我们的知识主要依靠他们的贡献，不过其他人已经通过努力让他们的方法广为流传。特别值得一提的是，阿尔弗雷德·拉帕勃特(Alfred Rappaport)教授(西北大学)和施特恩(斯特恩·施蒂华公司)是那些第一批把米勒和莫迪格利亚尼的企业估值公式应用到实际中的人。

### 本书的结构

本书由四部分组成。第1篇介绍了价值创造的基本原理。第2篇分步骤介绍

了公司价值评估的方法。第3篇将价值创造的原理应用于管理问题。第4篇介绍了较为复杂的估值问题和特殊案例。

第1篇简单介绍了价值创造。第1章阐述的观点是：尽管过去几年内资本市场发生了巨大的变化，管理者仍应该致力于长期价值创造。第2章通过介绍一个详细的案例研究：CEO需要重组自己的公司，并创造以价值管理为中心的企业文化来说明价值管理者所担负的责任。第3章使用了简单的案例和对这些原理的严格推导，总结了价值创造的基本原理。第4章提供了支持折现现金流（DCF）估值的实证依据。

第2篇（从第5章至第12章）是使用折现现金流估算公司价值的完全介绍。读者将学会如何分析历史绩效，预测自由现金流，估算合适的机会资本成本，确认价值来源并解释结果。为了给从业人员进一步提供指导，我们从外部视角，使用公开可得到的信息向您全程介绍了一家公司（喜力）的估值过程。我们还介绍了如何使用可比公司的倍数对折现现金流（DCF）估值进行补充。

第3篇将价值创造原理应用于管理问题。第13章介绍了评估公司绩效的框架，将短期的财务绩效与公司的健康指标，即长期创造价值的能力结合起来。第14章将公司绩效管理流程与价值创造结合起来进行了阐释。第15章和第16章探讨了如何通过兼并、收购和剥离创造价值。第17章将指导管理者如何制定创造价值的资本结构决策。最后，第18章考查了公司可以改善与金融市场沟通的方式。

第4篇（第19章至第25章）专门解释了更加复杂的价值评估。我们探讨了高成长公司、新兴市场中的公司、多业务公司、周期性公司、银行和保险公司在估值时所面临的挑战。此外，我们说明了不确定性和灵活性对价值的影响方式，绩效期权定价理论和决策树的应用。

## 第4版的新内容

在第4版中，我们继续扩大金融理论在现实经营问题中的实际应用，反映了过去10年的重大经济事件，金融学术研究的新进展和作者自身的经历。大多数案例和实证分析都进行了更新，并反映了会计规则的变化。我们大量使用了美国以外的例子和数据，包括讨论美国和国际的会计标准，并把新兴市场专列为一章。

我们大幅度地扩充或改写了许多章节，以增加对实际应用的认识，这其中有：

- 股票市场是否真的由基本面决定？（第4章），描述了支持折现现金流的实证依据，现在包括了对新兴领域行为金融的讨论。
- 价值评估体系（第5章）增加了对可选择的DCF方法的更详细的概述，如调整现值（APV）法。

- 预测绩效（第 8 章）包括了建立强健财务模型的实践技巧。
- 估算资本成本（第 10 章）包括了一项基于最近实证工作的市场风险溢价的最新讨论，资本资产定价模型（CAPM）的替代模型，以及估算 $\beta$ 值的实践方式。
- 计算和解释结果（第 11 章）包括关于如何估计非经营资产价值和负债的详细讨论，如非基金化养老金和股票期权。
- 通过并购创造价值（第 15 章）和通过资产剥离创造价值（第 16 章）增加了评价交易和估算协同效应的实际方法。
- 评估灵活性的价值（第 20 章）增加了一种用以评估灵活性价值的比较期权定价的系统方法和决策树方法。
- 跨国价值评估（第 21 章）是重新编写的，考虑了大多数主要的欧洲和亚洲公司采用的国际财务报告标准。

此外，第 4 版新增了 5 章内容，包括：

- 对投入资本回报率和增长的思考（第 6 章）介绍了投入资本回报率和增长是价值的关键驱动因素。这一章通过提供公司长期绩效的历史证据，帮助高层管理者预测 ROIC（投入资本回报率）和增长。
- 使用倍数方法估值（第 12 章）探讨了如何使用倍数从可比公司得出对价值评估的新认识，以专注于 DCF 估值。
- 绩效衡量（第 13 章）探讨了衡量公司绩效的复杂性，尤其是同时分析公司长期健康与短期财务绩效的必要性。
- 资本结构（第 17 章）提供了资本结构影响公司价值的实际观点，解释了高层管理者应该如何利用资本结构（包括负债水平、股息和股票回购的决策）以支持公司战略。
- 投资者沟通（第 18 章）把投资者沟通建立在公司价值、战略故事和当前与潜在投资者群体的扎实分析基础之上。

### 价值评估的电子表格

在网络上有一个 Excel 表格估值模型，该估值模型与我们在实践中使用的类似。实践者会发现该模型在各种条件下都能方便使用：兼并和收购，对重组或开展价值管理的业务单元进行估值，或者检验公司主要战略决策对公司价值的影响。我们对您根据模型输入所做出的任何决策不负有任何责任。如果你打算通过下载购买模型，请登录 [www.WileyValuation.com](http://www.WileyValuation.com)，ISBN 0-471-73389-X。

## 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咨询部和全球各地咨询顾问经验的结晶。

首先，我们要感谢 Tom Copeland 和 Jack Murrin，两位本书前 3 版的合著者。我们对他们为本书建立的早期成功、对本版作者的指导和为本版打下坚实的基础所做的艰苦工作深表敬意。

我们还要特别感谢 Ennius Bergsma。Ennius 在 20 世纪 80 年代中期推动了麦肯锡公司企业金融咨询业务的发展。他倡导了最初的麦肯锡内部估值手册，并争取支持和资助把手册变成一本真正的书供外部读者学习参考。

我们还要向那些对我们的估值、企业金融和战略知识形成有帮助的人表示感谢，他们是 Tony Bernardo, Bob Holthausen, Rob Kazanjian, Ofer Nemirovsky, Eduardo Schwartz, Jaap Spronk, Sunil Wahal 和 Ivo Welch。

多位同事在第 4 版中与我们密切合作，为本版的完成提供了必要的支持。André Annema 是为欧洲企业金融咨询业务服务时间最长的成员之一，主持了对 3 章内容的大量分析：第 4 章、第 16 章和第 21 章。在 Carrie Chen 的支持下，江滨主持了第 6 章的分析工作，并对投入资本回报率和增长进行了思考，她使用的是自己为麦肯锡开发的公司绩效数据库，这项工作得到了 Dick Foster 的启发。Nidhi Chadda 为第 12 章提供了协助。Richard Dobbs 是第 13 章和第 14 章的合著者，第 14 章得到了 Paul Todd, Vanessa Lau 和 Joe Hughes 的支持。Werner Rehm 是第 15

章的合著者。第 16 章取材于 Lee Dranikoff 和 Antoon Schneider 的工作。Régis 为第 17 章提供了支持，本章还从 Harry Markl 和 Michael Rudolf 开发的信用评级方法中得到启发。Jean-Hugues Monier, Paul Adam 和 Yuri Maslov 为第 18 章提供了支持，这一章还取材于 Kevin Coyne 和 Jonathan Witter 的工作。S.R. Rajan 推动了第 19 章的工作。Marijn de Wit 为第 20 章提供了帮助。William Jones 和 Gustavo Wigman 对第 22 章做了很大贡献，Alexandre Amson 和 Fabienne Moimaux 为分析提供了支持。Marco de Heer 的论文是第 24 章的基础。Susan Nolen Foushee 是第 25 章的合著者。Meg Smoot, Yasser Salem, Martijn Olthof 和 Neha Patel 帮助准备了贯穿本书的喜力公司的分析和估值。Neha Patel 和 Yan Yang 帮助对价值评估模型 CD 进行了升级。我们对他们的独到见解和艰苦工作表示感谢。

我们还要再次感谢所有对前 3 版做出贡献的人员。我们特别对 Dave Furer 在 15 年前为本书初稿挑灯夜战深表感谢。前 3 版和该版取材于下列人员的著作、创意和分析：Carlos Abad, Petri Allas, Buford Alexander, Pat Anslinger, Vladimir Antikarov, Ali Asghar, Bill Barnett, Dan Bergman, Olivier Berlage, Peter Bisson, Joel Bleeker( 已故 ), Steve Coley, Johan Depraetere, Mikel Dodd, Will Draper, Christian von Drathen, David Ernst, Bill Fallon, George Fenn, Russ Fradin, Gabriel Carcia, Alo Ghosh, Irina Grigorenko, Keiko Honda, Alice Hu, Mimi James, Chris Jones, Phil Keenan, Phil Kholos, David Krieger, Shyanjaw Kuo, Kurt Losert, Bill Lewis, Perry Moilinoff, Mike Murray, Juan Ocampo, John Patience, Bill Pursche, Frank Richter, David Rothschild, Silvia Stefini, Konrad Stiglbrunner, Ahmed Taha, Bill Trent, David Twiddy, Valerie Udale, Sandeep Vaswani, Kim Vogel, Jon Weiner, Jack Welch, David Willensky, Pieter de Wit 和 David Wright。

对于在准备手稿和信函、电子邮件和电话协调上获得的帮助，我们要感谢我们的助理 Kimberly Davenport, Lynette Murray, Eveline de Bruijn 和 Denise de Jong。

我们还要大力感谢 John Wiley & Sons 的团队，包括 Pamela van Giessen, Jennifer MacDonald 和 Mary Daniello。

当然，如果没有麦肯锡公司企业咨询业务的领导，特别是 Richard Dobbs, Bernie Ferrari, Christian Caspar 和 Jan Willem Breen 的支持和鼓励，我们不可能有时间和精力投入到本书的创作中。我们还要对前麦肯锡的董事兼总经理 Fred Gluck 致谢，他支持了 20 世纪 80 年代后期企业金融咨询业务的创立，并在麦肯锡内部创建知识建设的文化中起到关键作用。

Stuart Flack 根据他在其他书籍项目的经验，除了给予精神上的支持外，还确保我们从麦肯锡外部出版团队中获得卓越的编辑支持。

Joanne Mason, Richard Dobbs 和 Bill Javetski 策划和完成了本书的出版，帮助

我们梳理文字、策划文章、演讲和会议。当我们认为我们的手稿写作已经全部完成时，他友好地提醒我们要精益求精，并推动我们不断前进。

Dennis Swinford 监督了本书中 300 多张图表的制作，这是一份真正需要付出巨大劳动的工作，因为有各种格式，使用了不同的技术。我们非常感谢他的艰巨工作和耐心。

Bill Javetski 在许多方面应该算是本书的第四作者。他编辑了全部手稿，确保风格和结构的一致性。更重要的是，他是我们的教练、聆听者和偶尔的仲裁者，参与了作者的每一次见面会和电话会议，讨论每一章的结构，帮助我们发现最好的语言，让每个读者都易于理解书的真正含义。Karen Schenkenfelder 在整个过程中进行了仔细的编辑并提供反馈。Sue Catapano 尽职地核对了重要的参考文献。

本书的大学版包括各章后的问题和以本书为基础的教师资源指南。此外，有一本练习册与本书配套使用。我们对罗彻斯特理工学院的 Jeffrey P. Lessard 教授为大学版准备的习题和编写的《价值评估练习册》表示感谢。这本练习册最初由 Bill Foote 编撰，是从业人员和学生课本的重要补充材料。

最后，感谢 Melissa Koller, Monique Donders, Jennifer Wessels 和我们的孩子。我们的妻子和家庭是我们真正的灵感来源。没有他们的鼓励和支持，本书是不可能问世的。



# 目 录

## 第 1 篇 价值的基础

### 第 1 章 为何要使公司价值最大化 ··· 2

市场追随经济基本面 ····· 4

因经济分析偏差导致的  
偏离 ····· 12

公司治理变革和股东  
影响力 ····· 15

以价值为核心可以造就  
更为健康的企业 ····· 16

谨慎乐观 ····· 17

### 第 2 章 价值管理者 ····· 18

第 1 部分：背景 ····· 18

第 2 部分：公司战略家  
拉尔夫 ····· 19

第 3 部分：价值管理者  
拉尔夫 ····· 31

总结 ····· 36

### 第 3 章 价值创造的基本原理 ····· 37

Fred 硬件公司 ····· 37

将价值创造案例上升到  
理论高度 ····· 43

DCF 等于经济利润的现值 ··· 51

ROIC 和增长驱动倍数 ····· 53

为什么倍数仍在使用 ····· 54

总结 ····· 55

### 第 4 章 股票市场是否真的由基本 面决定 ····· 56

股东价值由回报和增长率  
决定 ····· 57

市场关注于长期而不是  
短期 ····· 62

市场会洞察会计信息背后  
的基本面因素 ····· 65

后进先出 (LIFO) 或先进 先出 (FIFO) 存货会计 报告方法不会影响股价 (但税收效应会影响 股价) .....	69
市场有 (无) 效对公司 管理者的意义 .....	79

## 第 2 篇 核心估值技巧

### 第 5 章 价值评估体系 .....

3 企业折现现金流模型 .....	83
5 经济利润估值模型 .....	95
4 调整现值模型 .....	98
资本现金流模型 .....	104
2 权益现金流估值模型 .....	104
基于折现现金流的其他 方法 .....	107
有别于折现现金流的 其他方法 .....	108
总结 .....	109

### 第 6 章 对投入资本回报率和增长 的思考 .....

价值创造的框架 .....	112
投入资本回报率的实证 分析 .....	118
对公司增长的实证分析 ..	124
总结 .....	130

### 第 7 章 历史绩效分析 .....

重新组织会计报表: 主要 概念 .....	132
扣除调整税后的净经营	

利润: 主要概念 .....	134
重组财务报表: 实践 .....	137
分析投入资本回报率 .....	152
收入增长分析 .....	158
信用健康与资本结构 .....	163
更复杂的问题 .....	165
财务报表重组 .....	180
行业背景 .....	188
喜力的增长和 ROIC .....	190
股票市场的表现 .....	193
流动性、杠杆和财务 健康 .....	194

### 第 8 章 绩效预测 .....

确定预测的期间和详细 程度 .....	195
一个好模型的构成要素 ..	196
预测方法 .....	198
创建情景 .....	216
五年期预测 .....	218
合理性检验 .....	232

### 第 9 章 估算连续价值 .....

推荐用于折现现金流模型 的连续价值计算公式 .....	234
推荐用于经济利润模型的 连续价值计算公式 .....	237
连续价值的几个需要特殊 注意之处 .....	238
常见错误 .....	242
对其他计算连续价值方法 的评价 .....	244
计算连续价值的高级 公式 .....	247

第 10 章 估算资本成本 .....	250	第 14 章 绩效管理 .....	348
加权平均资本成本 .....	251	绩效管理体系的演进 .....	348
估算权益资本成本 .....	253	有效的价值管理 .....	350
估算税后债务资本成本 ..	274	价值创造理念深入人心 ..	351
利用目标权重确定资本		价值驱动因素和价值	
成本 .....	278	指标 .....	352
复杂的资本结构 .....	281	有效的目标设定 .....	360
第 11 章 计算和解释结果 .....	286	基于事实的绩效评估 .....	362
计算经营价值 .....	286	绩效评价和薪酬考评中	
计算权益价值 .....	287	的职责划分 .....	364
在多种情景下进行估值 ..	302	总结 .....	365
验证估值结果 .....	305	第 15 章 通过并购创造价值 .....	366
正常情景下的价值 .....	307	股东从并购中获益了吗 ..	367
其他情景和可能性		并购战略与内涵增长	
权重 .....	310	战略 .....	369
第 12 章 使用倍数方法估值 .....	312	通过并购创造价值的	
可比公司分析：一个		框架 .....	371
实例 .....	313	估算和获取协同效应 .....	374
除了增长之外，什么是		怎样支付：现金还是	
倍数的驱动因素 .....	314	股票 .....	381
使用倍数的最佳方法 .....	316	要注重价值创造，而不是	
替代的倍数 .....	324	会计处理 .....	383
总结 .....	328	怎样成为一个成功的	
		收购者 .....	386
		总结 .....	388
		第 16 章 通过资产剥离创造价值 ..	390
		通过剥离创造价值 .....	391
		为什么剥离创造价值 .....	395
		如何进行剥离 .....	398
		决定交易类型 .....	401
		总结 .....	406

### 第 3 篇 实现价值

第 13 章 绩效衡量 .....	330	第 16 章 通过资产剥离创造价值 ..	390
绩效：所实现的价值 .....	333	通过剥离创造价值 .....	391
健康：创造额外价值的		为什么剥离创造价值 .....	395
机会 .....	337	如何进行剥离 .....	398
股票市场绩效 .....	341	决定交易类型 .....	401
总结 .....	347	总结 .....	406