

# 《价值》

## 图书基本信息

书名：《价值》

13位ISBN编号：9787121149313

10位ISBN编号：7121149311

出版时间：2012-1

出版社：电子工业出版社

作者：蒂姆·科勒,理查德·多布斯,比尔·休耶特

页数：201

译者：金永红,倪晶晶,单丽翡

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介以及在线试读，请支持正版图书。

更多资源请访问：[www.tushu000.com](http://www.tushu000.com)

## 前言

大多数高层管理者已经明白应该如何为股东创造价值。通过经验、观测和直觉，他们积累了个人智慧和财富，虽然凭借着一点运气，但总的方向是正确的。但是，这样的智慧并不总是占上风的。事实上，2008年金融危机的爆发就是金融神话、潮流和误解如何轻而易举地打败智慧的一个例子，即使在最复杂的组织也是如此。高层管理者很不容易。当公司股票价格和基本经济价值一致时，股东会要求不合理的高回报，此时很难维持稳定。当同行的利润以不合理的方式扶摇直上时，正如他们在2008年所做的，或者股票价格达到了前所未有和不可持续的水平时，正如互联网泡沫时期那般，那么要坚持原则就更加困难了。在这些时期，有吸引力的新经济理论出现了。这些理论吸引了记者、交易商、董事会、投资者和高层管理者的注意——即使它们与维持了100年以上的真正的金融规律公然相左。这些一相情愿的想法只是强化了价值创造原则不可改变这一观念。本书中的四项原则，我们将它命名为公司金融的四大基石，从这一原则开始：公司存在的目的是将满足客户需求转化成为投资者提供可靠回报。总之，这四大基石确立了高层管理者制定关于战略、兼并和收购、预算、财务政策、技术及业绩衡量的基本原则，甚至包括周围的市场、经济和产业的变化。对于身负职能、业务及公司责任的高层管理者，忽视这四大基石可能导致他们做出破坏价值的决策或彻底的公司灾难。我们来看两个例子。第一，杠杆。由于市场在2007年和2008年开始升温，许多精明的金融服务公司高层管理者认为，可以利用杠杆来创造(而不仅是重新分配)价值。这种错误的观念与四大基石相冲突。杠杆可以快速制造会计利润。但不会真正为公司或经济增加价值。因为它只是对现金流归属的重新安排，而且会增加风险。第二，波动性。有些人指出，当公司提供稳定、可预见的盈利增长时，公司价值将会增加。这种说法也是与四大基石相违背的。事实上，最成熟的投资者能够对高层管理者产生最大的影响，希望盈利具有一定的波动性，只要他们能够识别出无法控制的经济动态的变化即可。与此相关的是这样一种信念，即投资者会对每股收益的提示性公告和因管理而消耗的重要经营时间的提示性公告给予较高的评估，即使实证证据已经清楚地显示了相反的情况。这些错误的观念与财务表现如何反映经济理论和实证数据是断裂的。这些断裂可能会使高层管理者在判定经营战略和投资案例时产生混乱。例如，基本的经济学认为竞争将消除超过资本成本的回报率。然而，有数据显示。一些公司通过预防措施来应对竞争者和新进入者，这种商业模式使公司获得持续的高回报率。在实践中，我们发现总经理和职能部门管理者之间的财务能力发展不平衡。很多时候，这些管理者学习财务知识的时候并没有以四大基石为基准，从而导致一些过于简单的应该避免的想法的出现，如“我们需要使盈利增长快于收入增长”，或者，过于强调每股收益，而以资本生产力或增长为代价。当将这些错误的理念、金融学和经济学之间的矛盾以及财务技能发展不平衡相结合时，我们会明白决策偏离根本原则的根源是什么。媒体的声音并不总能够将所有问题都说得很清楚，投资者关于什么构成价值以及什么不构成价值的阐述是莫衷一是的，而交易商人为哄抬或拉低个别公司的股票价格或整个行业的股票价格造成进一步的混乱。将公司金融的四大基石内生化，了解它们如何与实体经济和股市(或私营业主的预期)产生关联，如果有勇气将四大基石应用于整个公司，将使价值出现明显的上升和略微的下降。至少，四大基石可以防止高层管理者做出破坏价值创造的战略、财务和经营决策。最好的情况是，四大基石可以鼓励展开更有建设性的、以价值为导向的高层管理者、董事会、投资者、银行和新闻界之间的对话——制定有胆识的甚至不受欢迎的，但是可以创造持久公司价值的决策。为此，我们为您提供《价值：公司金融的四大基石》一书。我们希望，本书可以成为改善高层管理者规划战略、制定决策以及建立下一批领导班子的催化剂和具体指导原则。最后，我们希望更多的公司接纳这些原则，创造更加稳定和高效的经济。

# 《价值》

## 内容概要

《价值:公司金融的四大基石》作者均是麦肯锡分公司的资深董事，他们为读者介绍了四种非常简单、但常常被忽视的公司金融原则（四大基石）——价值核心原则、价值守恒原则、期望值跑步机原则、最佳所有者原则，并通过一些实际案例来阐述这些原则的具体应用情况。这四大基石不仅可以防止高管做出破坏价值创造的战略、财务和经营决策，而且可以鼓励高管、董事会和投资者制定有胆识的可以创造持久公司价值的决策。《价值:公司金融的四大基石》可以成为改善高管规划战略、制定决策以及建立下一批领导班子的催化剂和具体指导原则。

点击链接进入英文版：

[Value: The Four Cornerstones of Corporate Finance](#)

# 《价值》

## 作者简介

麦肯锡，是全球领先的管理咨询公司，帮助领先的个人、公共和社会企业机构实现显著、持久和稳固的经营业绩。通过在50多个国家的90多家分公司部署顾问，麦肯锡在战略、运作、组织、金融和技术等方面给公司提供建议。

蒂姆·科勒，领导公司关于资本市场和估值问题的研究活动。他在公司战略、资本市场、并购、价值管理方面给予全球的客户建议。蒂姆是《价值评估：公司价值的衡量与管理》的作者之一。

理查德·多布斯，是麦肯锡全球研究院的董事、公司业务和经济研究部门领导人。他在战略、经济学、宏观经济学、并购问题上为韩国及其他亚洲企业和政府提供建议。理查德是英国牛津大学的赛德商学院的合作研究员。

比尔·休耶特是麦肯锡波士顿分公司董事，而且是公司战略、企业金融和健康保健业务的领导人。比尔为全球客户提供产品开发 and 商业化、增长、创新、公司战略、兼并和收购以及企业领导等方面的服务。

## 书籍目录

### 第1部分 四大基石

#### 第1章 为何重视价值

许多公司做出的决策其实是在以创造价值的名义损害价值。但是，只要有勇气和独立性，高层管理者可以应用公司金融的四大基石，获得持久的价值创造。

#### 四大基石

不重视价值的后果

重视价值的优点

高层管理者面临的挑战

#### 第2章 价值核心原则

投入资本回报率和增长是推动价值创造的两大力量，但是它们很少是同等重要的。有时提高资本回报率显得比较重要，而有时促进增长显得更为重要。

增长、投入资本回报率和现金流的关系

现实世界的证据

管理心得

#### 第3章 价值守恒原则

可以制造价值创造的假象，也可以真正创造价值。有时，收购和金融工程可以创造价值，但有时却不能。无论如何分配这块金融馅饼，但只有改善现金流才可以创造价值。

价值守恒的基础

管理心得

#### 第4章 期望值跑步机原则

没有一家公司可以永远跑赢股市期望。当一家公司的业绩优于期望值时，期望就会增加，促使公司必须表现得更好以便跟上期望。跑步机原则解释了为什么高绩效公司的股票价格有时会崩塌。

股东回报率和基本价值

了解期望

管理心得

#### 第5章 最佳所有者原则

没有一家公司的价值是客观固定的。一家目标公司对于这个所有者是这个价值，对于其他潜在所有者又是另一个价值——取决于从该公司中创造现金流的能力。

谁是最佳所有者

最佳所有者生命周期

管理心得

### 第2部分 股票市场

#### 第6章 谁组成了股票市场

传统的观念将投资者分为价值型投资者和成长型投资者，但这种分类是错误的。一个更加精确的分类方法可以筛选出对于价值取向的高层管理者哪类投资者是最重要的。

股票市场的模型

传统的见解

了解投资者的更好方式

内在投资者驱动估值水平

#### 第7章 股市和实体经济

股市和实体经济的表现通常是一致的，但几乎没有出现过完全一致，同时没有过完全不一致。了解了这一点，高层管理者和投资者能够更好地制定创造价值的决策。

100年间的股东回报率

1960-2009年期间的股市

一年期的市场模型

理解市场

## 第8章 股票市场泡沫

股市泡沫是不常见的，而且通常仅限于特定的行业和公司。了解为什么以及什么时候会产生泡沫可以确保管理人员注重依据公司内在价值制定健全的战略决策。

泡沫为什么产生

整个市场的泡沫

行业和公司泡沫

金融危机

泡沫再次告诉我们需要关注长期价值创造

## 第9章 盈利管理

试图使盈利平稳化是一个愚蠢的游戏，也可能适得其反，在某些情况下，甚至会损害价值。价值创造是长期的过程，有时需要减少短期盈利。

预期盈利并不重要

盈利波动不可避免

会计处理不会改变基本价值

## 第3部分 管理价值创造

### 第10章 资本回报率

缺乏有吸引力的行业结构和明显的竞争优势，公司无法维持高投入资本回报率。但令人惊讶的是，少数高层管理者能够精确定位竞争优势，从而促进公司的回报率。

什么驱动资本回报率

投入资本回报率的持续性

投入资本回报率趋势

投入资本回报率仍是重要的

### 第11章 增长

在没有增长的情况下，要创造价值是很困难的，但是仅有增长也不能创造价值。这取决于公司实现的是什么样的增长，以及在某一增长率水平下回报率是多少。

不同的增长创造不同的价值

增长是难以维持的

增长需要不断探索新市场

### 第12章 商业投资组合

一家公司的命运在很大程度上是拥有业务的代名词，而且积极的投资组合管理优于被动式投资组合管理。有时，公司甚至可能通过出售高效业务来创造价值。

最佳所有者：公司价值增加

剥离：定期修正

增加投资组合

商业投资组合多元化

规模

### 第13章 合并和收购

大多数收购可以创造价值，但是收购方通常只能得到这个价值的一小部分，而大部分的价值流向目标公司的股东。但是，有一些典型的方式可以为收购方创造价值。

衡量价值创造

实证结果

价值创造的收购原型

为收购创造价值制定战略更困难

重点在价值创造而不是会计

### 第14章 风险

在公司中，没有什么比风险更加清晰，也没有什么比风险管理更加复杂。清晰是因为风险对于公司、董事会和决策者而言关系重大，复杂是因为这些团体中每个人的观点都不同。

风险对公司和投资者的影响不同

# 《价值》

衡量风险

公司应保留一定的风险

金融市场在减少经济风险上能提供的帮助是有限的

承受多大的风险

风险文化

第15章 资本结构

正确的资本结构自然是重要的，但不一定会创造价值——而错误的资本结构可以带来巨大的价值损害。当涉及财务结构时，公司最好使其越简单越好。

债务和股权结构

复杂的金融结构和金融工程

股息和股票回购

第16章 投资者沟通

良好的投资者沟通可以确保公司股票价格不会与内在价值不符。沟通不是单向的，高层管理者应该有选择地听取适合投资者的意见，同时应该向投资者公布公司情况。

与投资者沟通的目的

内在价值与市场价值

投资者类型重要吗

与内在型投资者沟通

指导

倾听投资者

第17章 价值管理

要建立短期财务业绩和长期价值创造之间的平衡并不容易——尤其是大型、复杂的公司。诀窍在于，通过使管理流程更精细和更透明，在混乱中找出方法。

价值组织

绩效衡量

报酬

战略规划和预算

董事会

附录A 价值计算

附录B 市盈率的使用

## 章节摘录

版权页：插图：公司金融的四大基石到底是什么？它们如何引导公司创造持久的价值？第一大以及指导性的基石：公司要创造价值，就必须利用从投资方筹集的资本，以超过资本成本的回报率（投资者要求的回报率）来创造未来现金流。公司收入增长的速度越快，以诱人的回报率配置的资本越多，创造的价值也就越多。增长与相对于资本成本的投入资本回报率（Return On Invested Capital, ROIC）二者的结合是推动价值创造的真正因素。第一大基石命名为价值核心原则（the core of value），增长与投入资本回报率二者的结合解释了为什么一些公司通常拥有较高的市盈率但增长率较低。在品牌消费品行业，如全球性的糖果公司好时公司2009年年底的市盈率是18，超过了70%的美国400家最大的非金融公司。然而，好时的收入增长率却一直保持在3%~4%之间。这个原则的关键点在于，公司的增长和投入资本回报率不同，相应的战略也会不同。对于高资本回报的公司，提高增长率可以创造最大的价值。但是，对于低回报的公司，资本回报率的改善可以提供最大的价值。第二大基石是第一大基石的推论：只有当公司产生了更高的现金流而不是仅对原来投资者的资产进行重新配置，才能为股东创造价值。



# 《价值》

## 媒体关注与评论

“ 本书将有助于资深领导者和他们的董事会基于为公司创造价值的大胆想法行事。价值创造的四大基石是公司成长和塑造的简明指导。 ” ——Ed Breen，泰科国际股份有限公司董事长兼首席执行官

“ 在复杂的商业世界中，我们不应该忽视简单的金融原则，因为它们是创造长期股东价值的基础。本书带给公司领导者在任何经济、产业或公司环境下的价值创造和维持价值的基础知识。 ” ——Dominic J. Caruso，强生公司首席财务官

“ 本书不仅仅是一本手册，更是价值创造的圣经。公司领导者应该阅读整本书。它提醒我们不要忽略长久引导公司长期价值创造的金融原则。 ” ——Stefan Krause，德意志银行管理委员会成员兼首席财务官

“ 这是指导那些注重创造真正的、持续的价值的公司领导者的宝贵资源。 ” ——Mark Loughridge，IBM公司金融和企业转型高级副总裁兼首席财务官

“ 一个对创造股东价值非常有用的、实际的指导手册。竞争、资本结构、收购、兼并等都在本书中用简单的原则和例子进行了阐述。 ” ——Keith S. Sherin，通用电气公司副主席兼首席财务官

“ 如果更多的企业主和管理人员将长期的价值创造作为压倒一切的目标并且有足够的知识去创建它，那么我们的金融世界将变得更稳定： ” ——Rajiv Singh，DLF有限公司副主席

“ 本书给那些服务社会的公司领导者提供了一个坚实的基础。 ” ——Daniel Vasella，诺华股份公司总经理兼董事长

# 《价值》

## 编辑推荐

《价值:公司金融的四大基石》由电子工业出版社出版。

## 精彩短评

- 1、听同学推荐所以才买的。
- 2、与之前出版的公司的价值与估值 有点类似 感觉有一下小失望
- 3、一般，提供了一些金融领域的一般概念
- 4、诠释了金融在公司中的作用和公司所有者应该如何应对的问题，对于很多上市公司，因为关注股票价格而迷失了自己应该如何更好的运营公司和管理公司，深陷对报告利润的痴迷。来自麦肯锡的作者告诉大家，真正的价值在于投资回报和优秀的现金流，现金流的增长才是真正的增长，营收和利润的增长必须给予投资回报的提高，否则只是短暂的利益。对于长久的价值，科勒强调不能牺牲长期的发展满足短暂的每股盈利等肤浅的指标。
- 5、很早前在网上看过，今天终于买了，准备好好品鉴
- 6、还记得这本书吗？以OCF为价值导向@陈帝华
- 7、这里面对公司估值的正确分析非常的精妙，值得关注
- 8、货比三家，还是当当网最实惠。
- 9、看不懂.....枯燥的内容随便翻翻，提不起阅读兴趣
- 10、关注长期的价值创造。只有现金流增长才是价值创造行为，投入资本回报率和收入增长是价值核心。正视利润的波动和风险，市场会坦然价值它。最重要的在于价值创造行为发生在业务部门的水平上，而不是公司层面上。重视绩效指标的设置。绩效管理 with 战略委员会，分解和识别利润驱动因素。质疑高绩效部门就像质疑困境部门一样。
- 11、老师推荐看的几本书之一，很好，对我的学习有帮助！
- 12、能让读者从根本处认识公司金融
- 13、绝对是好书，价值投资者必不可少的好书！
- 14、麦肯锡将价值创造的本质讲透了，不愧是权威咨询机构的作品！
- 15、比较浅显，数据不错
- 16、这个翻译啊。。。网上有英文原版的，大家可以对照着看。
- 17、记住四大基石就可以了！
- 18、偏重理论。第3部分翻译的实在读不下去。
- 19、非常不错的书，讲述了公司价值分析的多个方面，值得深度。52
- 20、麦肯锡的财务管理框架和思想非常不错，但是翻译相当糟糕，怀疑没有财务背景。四大支柱都相当有道理，公司创造价值无非是提高资本回报或者提升增长率，并且大多数时候提升资本回报优于提高增长率。证券市场往往会高估优秀公司的增长预期而给出高估值，而罕有企业能够满足这样的高增长，谨慎高估值的优秀公司，往往蕴含很大风险，而另一方面，低估值的差公司却蕴含着大把机会。私募是靠改善收购公司业绩盈利还是在行业周期底部买入，行业头部卖出赚取利润，书中更倾向于后者。
- 21、逻辑清晰，内容明了，好书
- 22、这本书，帮我把对于公司碎片式的理解，全部统一起来了。真好！对于投资回报率，增长率，增长，商品周期，期望值跑步机原则，对我的启发都非常巨大。值得每年认真仔细的阅读一遍
- 23、想找到一些关于公司估值
- 24、这本书很经典，但比较枯燥
- 25、挺有收获的，可惜国内股市很难运用到吧
- 26、作者还有一本价值评估，这个是扩展，两本都不错！
- 27、从事证券投资的人，或者炒股的人，看这样一本书肯定是最好的，看过的证券投资类书籍中，这本无疑可以排在前5名。多看几遍。
- 28、公司创造价值
- 29、暴殄天物啊，希望翻译者好好反省一下，不要再浪费大家的宝贵时间了
- 30、值得思考运用。和价值评估一起看很不错，
- 31、好书，在价值评估基础上再读此书，甚好
- 32、刚开始看，第一单元就感觉挺好。
- 33、值得企业借鉴

## 《价值》

- 34、看了，写的挺好
- 35、相见恨晚！
- 36、Fantastic
- 37、公司的价值的源泉-创造价值
- 38、印刷非常差,171,172,等,只印上几个字,其他似乎没墨了状态.还没读就发现好几页只能看清页码
- 39、翻译烂到不能忍受，还是找原版来看。
- 40、很好很好！很好
- 41、书的内容很好，有关企业价值创造的观点独到，论点言之有据，不愧为国际著名管理咨询公司精英的力作。也许是出版时间紧迫，书中错字、漏字很多，各章节翻译水平参差不齐，部分句子疑似翻译软件自动翻译而未加人工矫正，建议有一定企业价值创造基础知识的人阅读。
- 42、入行时的前辈推荐，时隔两年再读感受大不同，对ROI的剖析解释了不少困惑
- 43、公司金融的基础和理论。也是价投的基本功之一
- 44、拖拖拉拉的看完这本书，感觉非常对不起它。恶心的翻译外加自己的火候不到，收获并不是很大。有时间抽空还是要在翻翻。
- 45、金典教科书，经典中得经典！
- 46、纸真的很差。
- 47、推动企业为股东创造价值的因素，不在于财务报表上的利润与增长率，这些都是结果，关键是看是什么因素推动公司创造了价值，这些因素是否能够持续。当然价值的衡量有很多不同的标准，但是从事后的衡量来看，答案应该是一致的。这本书很值得看看。
- 48、既然买了，又是麦肯锡出的，还是硬着头皮看了两章。最后采用的方法是，不通的句子直接跳过去，看看结构多少有些收获。我去！
- 49、看过英文版的介绍，书中很多真知灼见，不同于课本的陈词滥调。但翻译实在太差，不仅遍地欧化长句，语义支离破碎，而且专业错误太多。估计是译者对会计、金融知之甚少，经营现金流量居然翻译为“操作”现金流量，政府证券翻译为“安全政府”，其他很多术语译法也不符合惯例。书中图表数据也多有令人费解之处，不知原版如何。不建议购买该中文版。
- 50、这本书秉承麦肯锡一贯的逻辑和风格，有让人醍醐灌顶的地方，值得阅读。但是，理论多与企业实际的地方，需要自己思考。
- 51、翻译的略差，部分句子读的费尽，其他当面不能更好了，对于现阶段的我来说收获满满，感谢推荐本书的那篇文章
- 52、相当的好。。。。。。。。。
- 53、还不错的东西就是速度太慢！
- 54、有理论有实证
- 55、必买书单
- 56、老公买的书，占儿子的份额，哼哼
- 57、公司金融的四大基石
  - 1、价值核心原则：增长和相对于资本成本的投入资本回报率（ROIC）二者的结合是推动价值创造的真正因素。
  - 2、价值守恒原则：只有当公司产生了更高的现金流而不是仅对原来投资者的资产进行重新配置，才能回股东创造价值。
  - 3、期望值跑步机原则：一家公司股票的变动反映了股市对业绩的期望值，而不仅是该公司的实际业绩（如增长、投入资本回报率以及带来的现金流）的变动。
  - 4、最佳所有者原则：公司的价值取决于谁在管理，以及采取什么样的战略。
- 58、四大基石 通过阅读会帮助你做出正确的决策
- 59、如果有能力 建议直接购买英文版 [http://www.amazon.cn/mn/detailApp/ref=sr\\_1\\_4?asin=0470424605](http://www.amazon.cn/mn/detailApp/ref=sr_1_4?asin=0470424605)。原文写的很通顺，结果翻译得非常考验中文理解能力。很多句子一看就是翻译机弄出来的，我看得一头雾水，抱起英文啃，才发觉很多句子把定语的主体都弄扭了，译者已经进入我的黑名单
- 60、关于公司价值的一本好书,内容很好
- 61、这本书是朋友介绍的，目前还没有读完

## 《价值》

- 62、帮助太大了。以前看过《价值评估》，结合这本书，理念上又进了一大步。赞
- 63、英文原版很好，翻译巨烂，不知所云！强烈推荐原版
- 64、买书不等于读书，更不等于拥有知识，需要品读和思考。
- 65、观点鲜明、内容简洁明了。麦肯锡不由得让我觉得牛逼。
- 66、麦肯锡出品必属精品，但是越读到后面越觉得翻译的专业知识功力太差，有机会还是读原版吧
- 67、思路清晰，结合实例，值得学习！
- 68、这本书是麦肯锡的另一本书《价值评估》的精简版，书肯定是好书，但是三个译者的翻译水平相差太大。其实前面15章的翻译水平还是不错的，读起来还算顺畅，意思也比较明白，能给四星吧。但是最后两章的翻译水平实在太差，跟翻译软件差不多的水准，“信、达、雅”一点边都沾不上，大概也就能给个零星或者一星吧，不知道是三位译者中的哪位翻译的，真是糟蹋书啊。整体来看三星吧。
- 69、投入资本回报率，增长，现金流，行业ROIC中位数，增长类型，ROIC影响因素，风险。
- 70、不需要看清照片里的那个人是谁，因为照片里的谁不是完全的某某，竭尽全部精神去接触和参与，不断地让自己融入和结合，当景可以是人的心情时，人亦可以是景的表情……
- 71、好书。迄今为止最喜欢的一本投资类书籍。对资本收益率的解读很精辟。
- 72、书中详细讲解了公司价值的四大原则

1、1.价值核心原则：公司若要创造价值，就必须利用从投资方筹集的资本，以超过资本成本的回报率（投资者要求的回报率）来创造未来现金流。增长与相对于资本成本的ROIC二者结合是推动价值创造的真正因素。2.价值守恒原则：只有当公司产生了更高的现金流，而不是仅对原来投资者的资产进行重新配置，才能为股东创造价值。3.期望值跑步机原则：一家公司股票价格的变动反映了股市对业绩的期望值，而不仅是该公司的实际业绩的变动。期望值越高，为维持期望值，该公司业绩必须变更出色。4.最佳所有者原则：公司价值取决于谁在管理，以及采取什么样的战略，任何一项业务本身都没有一种固有的价值，不同的所有者基于其独特的价值创造能力，将会产生不同的现金流。价值核心原则=》增长的讨论：对于任何水平的增长，价值总是随着投入资本回报率的改善而增长的，即：当其他条件都相同，投入资本回报率（ROIC）总是越高越好。当投入资本回报率较高，高增长推动价值增加，但当投入资本回报率较低时，高增长即会导致价值下降。投入资本回报率与资本成本相等是区分增长是推动还是削弱价值的分界线。一般性结论：高回报公司应注重增长，而低回报的公司在增长前应侧重与改善回报率。（前提：假设1%增长的获得难度=1%投入资本回报率）1美元的收入增量创造的价值：向市场引进新的产品&gt;扩大现有市场份额&gt;在个性市场获取更高的市场份额&gt;在稳定市场获得更多的份额&gt;收购（稳定市场有可能引发价格战）增长最快且维持高ROIC的公司创造价值最多（由股东整体回报率来衡量），第二名为增长最快，但经历过温和的ROIC跌幅，它们比ROIC不断上升但增长缓慢的公司创造的价值要多，除了小型企业（创业）或低生产率的公司，增长最快的公司很少可以改善ROIC。低回报率通常意味着不完善的产业结构，有缺陷的商业模式，或者执行能力若。增长较低但努力改善ROIC的公司业绩，优于增长较快但无ROIC改善的公司。期望值跑步机原则=》卓越的管理者往往只能提供普通的股东整体回报率，因为很难持续超过市场对股票价格越来越高的预期，印证了好公司和好投资之间的差异的经典理论。短期来看，优秀的公司不等于优质的投资，因为良好的业绩可能已经被植入股票价格，另外成熟的投资者通常更喜欢业绩较差的公司，因为这些公司有更多的升值潜力，更易超越期望值。最佳所有者原则推论=》任何一项业务本身都没有一种固有的价值，价值取决于谁在运作它。在读此书的时候，我遇到过一个问题，我所研究的某服装企业，初期拥有极高的资本回报率，尽管后来该企业的资本回报率依然很高，但是还是有很大程度的下滑。对比了一些其他企业，确实发现创业初期的企业拥有很高ROIC然后都下滑的现象。该书确实起到了一些解惑作用，一方面创业企业初期业务相对单纯，人员也是创始人往往拥有很高的效率（可以说符合最佳所有者原则）；很多都是新产品进入市场，本身就更容易取得高ROIC。而在经历高速增长以后，人员的增加导致效率不可避免的降低（边际效应，规模优势的弊端出现），且在高速增长的时候很难继续提高ROIC。该书为如何取舍高增长和高回报率做出了指导。其中另有附图，披露各种行业多年来的资本回报率，有很高的参考价值。

2、哈哈，该书也属于公司估值的扛鼎之作了，其中第5章最佳所有者原则及第11章不同增长创造不同价值理论都非常有启发性，第7章对股市大周期的理解也很深刻。不得不提，本人写的估值五要素在未读该书之前就写了，但与麦肯锡的价值观是惊人的相似的，我的估值五要素理论包括增长空间、增长效率、增长速度、ROE、风险。而该书的第2章价值核心原则、第10章资本回报率、第11章增长、第14章风险、第15章资本结构都有内容和我的估值五要素重合。不是说要PK麦肯锡，事实上我的估值五要素可能也是受麦肯锡的另一本扛鼎之作《价值评估》思想影响。愿这本书帮助大家树立一个正确的公司价值观。附我的估值要素。估值五要素做价值投资的朋友们都会面临着如何结合上市公司的基本面情况对股票进行估值的问题。采用DCF之类的贴现模型往往考虑因素较多，甚至要具体预测到某一会计科目，被人戏称为精确的错误。而用市盈率、市净率等相对估值方法又简单片面地只考虑某一因素，容易掉入估值陷阱。我根据自身的投资经验总结了影响估值的五大要素，即增长空间、增长速度、增长效率、ROE（净资产收益率）、风险。根据这五要素，投资者至少可以理解为何不同行业之间的估值不同，同一行业的公司之间估值也不同。在此基础上，我发明了一个简化的估值模型，希望能帮助大家能对股票进行评估。增长空间巴菲特有一个投资原则是“这家企业是否有良好的长期前景。”一个公司能否成长壮大是建立在其是否拥有充足增长空间之上的。贴现模型中都会假设一个永续增长率，永续增长率越高，股票估值就越高，增长空间就是对这一参数的通俗理解，那些拥有巨大增长空间的企业自然会受到投资人的喜好。公司的增长空间主要来源于它所在行业的增长空间，从哪些方面去考量一个行业是否有增长空间呢？我认为可以从顾客群的渗透率、人均消费水平、产品结构等方

面判断。例如，前些年某即时通讯公司客户数量占我国人数比例较低，由此判断仍有成长空间。某体育服饰公司认为我国人均年运动服饰消费量远低于发达国家人均水平，由此得出仍有较大的发展空间。而某食品公司认为我国冷鲜肉占肉类消费结构相比发达国家较低，也判断增长空间巨大。公司的增长空间还源自它对其他同行公司空间的挤占。例如即便行业没有增长空间，拥有新商业业态、模式的公司对旧有公司的空间的挤占。增长空间的因素或许也解释了前2年市场对新能源、新材能等新兴行业的炒作。总的来说，企业需要有竞争力，这样增长空间才是属于自己的，而不是属于其他公司或者说是行业的。增长速度是显著影响股票估值水平的因素之一，毕竟长期的增长空间较为遥远，短期公司收入、利润的增长速度则是可以被大家预测和证实的。许多的投资人也很喜欢用PEG指标对快速增长的公司进行估值。短期收益的快速增长并不能使贴现模型中前几年的贴现值提高多少，但重要的是短期增长后的收益能够保持的话，那么长期的每一期收益都能得到大幅提升，从而企业长期的价值就能得到大幅提升。由于经营杠杆等诸多因素，利润的增幅往往较收入增幅快，但收入乃利润的源泉，保守的投资者可以选择收入的增长速度作为股票的估值因素。增长效率如果某一公司的利润增幅虽然很快，但却被存货、应收账款等占用了绝大部分的现金流，而另一公司利润增幅也很快，但需要不断将利润投回公司进行资本支出才能增长，股东根本不能自由支配利润，那么这两类公司的增长质量和效率高吗？回答显而易见。一般而言，贴现模型中对公司自由现金流的定义为扣除调整税后的净营业利润+折旧摊销 - 资本支出 - 运营资本支出，上述两种公司后两项较大，造成了自由现金流的下降，公司价值自然也随之下降。我用经营性现金流/净利润与投资性现金流/净利润两个指标来衡量公司增长的质量与效率。前一个指标大于一为佳，后一个指标在净利润增长速度越快的情况下尽可能地小最好。例如风机行业虽然基本也是挣多少利润就资本支出多少，但却实现利润连续数年翻倍增长的奇迹。而钢铁行业也是挣多少就投多少，但即便行业景气时增速也不算快，更别提近年利润不断下滑仍需进行高额资本支出了。这一特性造成了重资产公司与轻资产公司的估值差异，究其原因与行业特性、商业模式等因素相关。在我观察到的行业中，白酒、软件、百货的经营性现金流优异，投资性现金流又相对较低，因而历来在所有行业中享有较高的估值。我还发现如果某一公司即将进行数量是净利润几倍的投资，那么该公司股票往往会跑输行业指数好长阵子。这或许是因为大的投资项目投产后市场不确定或初期产能利用率较低，而企业又因大额投资借债太多，产生的利息费用与折旧费用拖累了利润水平。ROE如果只用一个指标来衡量公司是否经营优秀，那这个指标非ROE莫属，许多投资人也把高ROE列为选股的必选指标。公司也只有在ROE大于股东权益成本的情况下实现上述利润增幅才有意义，否则利润增长越快，股东价值毁损越多，利润的增加也只是建立在不断地高资本投入却低产出之上。公式利润可持续增长=ROE × (1-分红率)也可看见，只有在高盈利能力的前提下，利润增幅才有可能越快，盈利能力对公司利润再投所产生的复利效果起着至关重要的作用。值得注意的是估值时用到的ROE应是长期均衡ROE，不是某一两年过高或者过低的ROE，公司的长期ROE水平显著影响着市净率的高低。长期高且稳定的ROE则表明公司可能存在着某些竞争优势来获取超额利润，大多数价值者都喜欢投资这类业绩持续优异的公司。当然也有投资者喜欢投资ROE提升的公司，这类公司ROE先前并不优异，但因为行业周期、管理提升、资产剥离、分拆等因素大幅提升，股价更是一鸣惊人，俗称黑马股投资。公司的长期ROE在我看来取决于两大因素，其一公司所处行业的产业结构，波特五力模型对此做出了很好的阐述。进入壁垒、替代产品、供方议价实力、买方议价实力、现有竞争对手等五种竞争作用力决定了行业的盈利能力。其二，公司拥有的资源与能力，包括研发能力、生产能力、销售能力、财务能力等诸多能力决定了公司的竞争优势，公司拥有更高的经营效率就更可能拥有超额收益。影响公司ROE的因素很多，但有2个比较容易观察又重要的因素为我看中。一是产品的差异化，二是市场份额或集中度。产品的差异化程度决定公司对消费者的议价能力，也使潜在竞争对手不易进入，更避免了同现有竞争对手打价格战。而维持甚至不断上升的市场份额则证明了公司的持续竞争力。行业的市场份额如果被少数几个公司占据，集中度很高，则证明了行业内竞争相对不激烈，对于客户和供应商的议价能力更强，更能充分享受整个产业链的繁荣。例如看好众多的钢铁企业，不如看好三大铁矿石厂家。看好分散的房地产行业，不如看好更为集中的工程机械。虽然高ROE有迹可循，但我承认判断ROE的变动趋势是非常困难的事情，消费者偏好的改变、新技术的产生、更强的竞争对手、投资失误等诸多因素都会让原本的高ROE跌落，使得投资者遭受重大损失。持有持续高ROE的股票是投资者梦寐以求的事情！风险风险非常容易被投资人忽视，在贴现模型中的表现形式就是贴现率了。即使公司的收益情况不错，但承担了过高的风险，估值也会降下来。一般而言，贴现率取8%~10%，这是由美国长期股票收益率统计而来。我认为存在三种风险，分别是财务风险、经营

风险及市场风险。财务风险，即由财务杠杆所带来的风险，并非所有负债都是风险，顾客的预收款及拖欠供应商的应付账款自然多多益善，但有息负债就越少越好了，因为还不起顾客和供应商还可以动用借款资源，但有息借款还不起，所有人都会上门逼债，企业就面临现金流断裂和破产风险。我用有息负债率（短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期债券）/所有者权益衡量财务风险，当公司该指标大于1时，风险偏大。经营风险则是由经营杠杆所带来的风险，经营杠杆越高，说明成本刚性较大，抵御经济波动的能力较小，收入的小幅减少就能带来经营利润的大幅下滑。要了解经营杠杆需深入了解公司的成本结构，固定资产比例指标（固定资产+在建工程）/总资产也可从一个侧面来衡量。市场风险是企业收入对经济周期的敏感程度，与行业特性相关，对企业所在行业划分为周期和非周期行业是十分必要的。周期行业公司在经济低迷时收入下降更多，利润下降更厉害，因而在熊市中下跌最为惨烈。我认为衡量周期性的一个办法是看其产品供给时间以及产品的使用寿命。供给时间与使用时间较长的例子是造船业，07年航运火热，某船厂时间表居然排到了2011年，而造出的船舶可用一二十年，该公司股票至今一蹶不振。自然，估值中的贴现率可由上述三种风险而定。简化模型根据上述五要素，我发明了一个简化的估值模型，公司的合理市净率=（1+净利润增幅） $3 \times$ （ROE/贴现率）。该模型事实上是粗略计算的一个两阶段贴现模型，贴现模型中的第一阶段是保持了3年期的增长，第二阶段利润永续不变。经过我的演算，简化模型的计算值略微小于该贴现模型的计算值，两者差异不大。简化模型包括两部分，短期（未来三年）净利润的增长部分和由短期增长所带来的长期净利润水平保持不变部分。之所以用（1+净利润增幅）的三次方是因为我认为太长期盈利预测并不现实，市场上的分析师最常见的也只是预测了三年的利润，而且事实证明误差已经非常大。ROE为投资人认为公司未来可能长期保持的ROE，值得注意的是我国公司财务计算的是期末ROE，这里需要转换为期初ROE，转换公式为期末ROE/（1-期末ROE）。至于贴现率我取9%~11%，风险大的，取大值。至此简化模型已经量化了五要素中的三要素，而增长空间则需靠人为主观判断，如果认为存在显著的增长空间，可把估值结果上调10%~20%。增长效率则需考察现金流表情况，如果经营性现金流优异，投资性现金流又相对较低，也可把上调估值10%~20%。例子贵州茅台一直保持惊人的ROE，从2006年至2010年保持了平均30%的期末ROE，37%的年平均净利润增长以及25%年平均收入增长，考虑07年净利润增幅高达88%拉高了平均数，基数变大等因素，预测未来三年保持25%的净利润增幅。以茅台的竞争地位，相信未来仍能保持30%的高ROE水准，换算成期初ROE就为43%。茅台无有息负债，行业属性好，取9%的贴现率，再加上优异的现金流情况估值上调20%。至于增长空间，考虑茅台价格过去10涨幅惊人，已非常之高，我国白酒消费量也不低，难以判断仍存在巨大增长空间，因此不予溢价。由此（1+25%） $3 \times$ （43%/9%） $\times$  1.2=11倍市净率，目前茅台以8.7倍市净率交易，较模型价折让20%，应该属于略微低估。宝钢股份，2006年至2010年期末净资产收益率波动巨大，行业景气时达到15%，低谷时只有6%，平均11%，转换为期初ROE为12%。目前3季度ROE不到6%，即使钢铁行业复苏，净利润增长，也只算是恢复性增长，已经按恢复至平均ROE值12%估值。如果在前些年还属于增长周期股，还能给予增长溢价，但目前中国钢产量已十分巨大，占世界总产量也超过一半，基本看不到增长空间。有息负债比例相比行业并不算高，但属于周期行业，贴现率取10.5%。现金流情况也不算好，资本支出巨大，不予溢价。由此（1+0%） $3 \times$ （12%/10.5%）=1.14倍市净率，目前宝钢以0.85倍市净率交易，较模型价折让25%。事实上，宝钢没有成长价值，也没显示出超额收益，因此宝钢的盈利价值基本等同于资产的重置价值。布鲁斯·格林威尔的《价值投资》指出了价值的三种源泉，即资产的价值、盈利价值与成长价值。我的简化模型更适用于计算持续绩优公司盈利与增长的价值。宝钢与茅台三季报显示两者净利润均为60多亿，但前者市净率不到1倍，市值不到900亿，而后者市净率8倍多，市值已快2000亿，通过上述的简单计算，我们应该可以明白两者价值差异的来源。我的简化估值模型或许并不准确，但上述五要素也是分析公司基本面的一个视角，通过五要素对公司进行结构分析，进而再深入，由此对公司股票的估值应该不至于差得太多。

3、前几章写的不错，看到后面，简直是——狗屁不通！看看译者，三个人，原来如此，估计负责后面部分的人是用翻译软件翻译的吧？钱可以这么赚，我真是大开眼界了。137页：一种保持连续性的方法就是确保管理公司发展的眼光，包括三个发展水平：水平3业务是研究项目，测试市场的图表、联盟、少数股权和正在进行的将会有重大贡献的学术备忘录，如果成功还需要10年以上。送给译者三个字：fuck you，性交你。

4、这是麦肯锡的顾问写的一本书，总体给我的感觉是咨询的套路非常浓厚，或许是我曾经让咨询公司忽悠过的经历，所以我对咨询公司的作品一般都是有点成见。不过，这本书还是有些非常有意义的



## 《价值》

地方。其一就是对公司四大基石的论述：企业的核心就是价值创造，而且是长期的，这与一般一般投资者的急功近利刚好相反，不过这应该也是价值投资者的核心理念之一---投资于真正创造价值的企业，而不是过分关注短期的EPS，也与格雷厄姆的观点一致。公司金融的四大基础：ROIC与收入增长是价值创造的根本因素，一个是值一个是量；价值守恒原则：现金流没有增加，就没有创造价值；期望值跑步机原则，市场价格是市场期望与实际业绩之间的差距；最佳所有者原则，经营者对公司价值的创造。以上四点我觉得在判断公司的内在价值上非常有参考意义，无论公司如何眼花缭乱的消息与运作，如果不能通过有效的管理者，通过ROIC和收入增长的改进来提高公司的现金流，并且达到市场预期，那么最终跑步机的减速将不可避免。其二就是说民内在投资者驱动估值水平，也顺便论述了一下股市的波动情况与公司业绩的不可预测性；其三本书对股市粗浅的论述可能并不能让我去重视他的内容，不过结论都是比较符合我的认知：长期来看，股市还是会体现企业价值（但是他又是那么不能确定）。最后，就是本书对于CEO们如何去提升公司的价值：驱动ROIC的因素；如何增长；投资组合；合并和收购；风险管理；资本结构及与投资者的沟通；价值管理。可能本书的目标是让CEO们通过提升企业的内在价值去推动市场价值，而不是一味去追逐市场和短期利益。可能了解了公司金融内容，才能更好的理解作者的目的。作为一般对企业价值评估，可以作为一本阅读书籍一读。

# 《价值》

## 版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问：[www.tushu000.com](http://www.tushu000.com)