

زنجیره خلق ارزش

مقدمه‌ای بر ارزشیابی شرکت‌ها

همکاران شرکت مک‌کینزی

تیم کولر، مارک گودهارت و دیوید وسلز

ترجمه:

حسین عبده تبریزی - هادی لاری

سرشناسه	کولر، تیم
عنوان و نام پدیدآور	Koller, Tim
مشخصات نشر:	زنجره خلق ارزش: مقدمه‌ای بر ارزشیابی شرکت‌ها / نام پدیدآورندگان تیم کولر، مارک گودهارت و دیوید وسلز مترجمان حسین عبده تبریزی و هادی لاری
مشخصات ظاهری	تهران: نشر علمی، ۱۳۹۱
شابک	۹۷۸-۹۶۴-۴۰۴-۲۰۰-۳
وضعیت فهرست نویسی	فایپا
یادداشت	عنوان اصلی: Valuation: measuring and managing the value of companies, 5th ed, c2۰۱۰
موضوع	شرکت‌ها، ارزشگذاری، دستنامه‌ها
شناسه افزوده	گودهارت، مارک ایچ
شناسه افزوده	عبده تبریزی، حسین، ۱۳۲۰- مترجم
شناسه افزوده	لاری، هادی، ۱۳۶۵، مترجم
ردمبندی کنگره	۱۳۹۱ ک ۹ ۱۳۴۴ / الف HGF۰۲۸
ردمبندی درایی	۶۵۸/۱۵
شماره کتابشناس ملی	۲۷۶۱۵۳۹



انتشارات علمی

خیابان انقلاب - مقابل دانشگاه تهران شماره ۱۲۲۴

تلفن: ۶۶۴۰۶۶۷ - فکس: ۶۶۴۹۶۶۱۱

زنجره خلق ارزش

تیم کولر، مارک گودهارت و دیوید
ترجمه حسین عبده تبریزی - هادی لاری

چاپ اول: ۱۳۹۱

تیراژ: ۱۰۰۰ نسخه

لیتوگرافی: رامین

چاپ: رامین

شابک ۹۷۸ - ۹۶۴ - ۴۰۴ - ۲۰۰ - ۳

مرکز پخش: انتشارات علمی - خیابان انقلاب - مقابل دانشگاه تهران

شماره ۱۲۲۴ تلفن: ۶۶۴۶۵۹۷۰ - ۶۶۴۶

www.ketab.ir

This book is a Persian translation of 5 chapters from
McKinsey & Company's Valuation book which is written by
Tim Koller, Marc Goedhart and David Wessels,
5th ed., John Wiley & Sons, 2010.

۱۳	یادداشت مترجمان
۱۵	درباره نویسندگان
۱۷	پیش‌گفتار

فصل اول: چرا ارزش را اندازه‌گیری می‌کنیم؟

۳۰	عواقب غفلت از اندازه‌گیری ارزش
۴۳	چالش‌های تمرکز بر ارزش بلندمدت
۴۷	پرسش‌های پایان فصل
۴۸	مراجع این فصل

فصل دوم: اصول بنیادین ارزش‌آفرینی

۵۲	محرک‌های ارزش: رشد و بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده
۵۴	رابطه رشد، بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده و جریان نقدی
۶۵	بقای ارزش
۸۱	ریسک و ارزش‌آفرینی
۸۸	ریاضیات ارزش‌آفرینی
۹۳	خلاصه
۹۴	پرسش‌های پایان فصل

فصل سوم: نوارگردان انتظارات

۱۰۱	چرا انتظارات سهامداران مثل نوارگردان عمل می‌کند
۱۰۴	تأثیر نوارگردان انتظارات در دنیای واقعی
۱۰۷	تجزیه بازده کل سهامداران
۱۱۳	درک انتظارات

پی‌آمدهای این مباحث برای مدیران ۱۱۶

پرسش‌های پایان فصل ۱۱۹

فصل چهارم: بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده

محرك‌های بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده ۱۲۵

مزیت رقابتی ۱۲۸

حفظ بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده ۱۳۹

تحلیل تجربی بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده ۱۴۲

خلاصه ۱۵۵

پرسش‌های پایان فصل ۱۵۷

فصل پنجم: رشد

محرك‌های رشد درآمد ۱۶۲

رشد و ارزش‌آفرینی ۱۶۶

تحلیل تجربی رشد شرکت‌ها ۱۷۷

خلاصه ۱۸۵

پرسش‌های پایان فصل ۱۸۸

یادداشت مترجمان

کارایی بازارهای بورس معتبر دنیا ریشه در نهادهایی دارد که معاملات عمده خود را بر مبنای ارزشیابی های دقیق صورت می دهند. ارزشیابی دانشی است که به کمک آن می توان کلیه عوامل مؤثر بر جریان نقدی شرکت ها را مدل سازی کرد و با تنزیل جریان های نقدی شرکت، قیمت ذاتی سهام را تعیین کرد.

مدل ارزشیابی کلیه فراصدهای مالی شرکت را شبیه سازی می کند. از این رو، سرمایه گذاران می توانند به کمک آن، تأثیر نسبی اخبار و گزارش ها بر قیمت ذاتی سهام را محاسبه کرده و معاملات خود را با توجه به سود مورد انتظار انتظام دهند. مدیران عامل هم می توانند تأثیر تصمیمات خود بر ارزش شرکت را پیش از عملی کردن آن تصمیمات، اندازه گیری کرده و از این طریق، بیشترین ارزش را عاید سهامداران خود کنند.

حوزه ارزشیابی شاخه ای اصلی از زیرشاخه های علم مالی است، چرا که از مفاهیم و مدل های بسیار متنوعی از این علم از قبیل جریان نقدی تنزیل شده، تحلیل صورت های مالی، محاسبه نسبت های مالی، میانگین موزون هزینه سرمایه، مدل های قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای، سپر مالیاتی و ... استفاده می کند تا با یکپارچه کردن آن ها، به هدفی واحد یعنی اندازه گیری و مدیریت ارزش شرکت دست یابد. آنچه در این کتاب می خوانید که به زنجیره خلق ارزش در شرکت ها مربوط می شود، مقدمه ای بر ارزشیابی درست بنگاه های اقتصادی است. از آن جا که ترجمه کل اثر مدتی نسبتاً طولانی به درازا خواهد کشید، بر آن شدیم تا ۵ فصل اولیه و اساسی از کتاب را برای استفاده خوانندگان آماده چاپ کنیم امید می رود در سال جاری فصل های بیشتری از کتاب به دست انتشار سپرده شود. به نظر مترجمان، مطالب همین پنج فصل از آن چنان غنایی برخوردار است که دیدگاه خوانندگان را نسبت به ارزشیابی صحیح دارایی های مالی به طور اساسی تغییر خواهد داد.

برای درک مطالب این کتاب صرفاً اطلاع نسبی از اصول حسابداری و مالی شرکت ها ضروری است. مترجمان مطالعه کتاب را به مدیران و دانشجویان مالی هر دو قویاً توصیه می کنند.

چون کتاب موضوع ترجمه در محافل علمی از قبیل دانشگاه ها و اجرایی از قبیل مؤسسات مالی و سرمایه گذاری به عنوان کتاب مرجع ارزشیابی، مورد استفاده قرار می گیرد، نویسندگان با وسواس تلاش کرده اند تا واژه های تخصصی را با دقت انتخاب کنند. مترجمان نیز با شناخت این حساسیت سعی کرده اند در واژه گزینی برای اصطلاحات مالی از این امر

غفلت نکنند. به عنوان مثال، نویسندگان در طول متن بارها و بارها از اصطلاح "return on invested capital" استفاده می‌کنند. مترجمان نیز از تقلیل این اصطلاح به معادل‌های نادقیقی مثل بازده، بازده سرمایه، بازده سرمایه‌گذاری و ... اجتناب کرده و تنها از معادل "بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده" استفاده کرده‌اند.

در کتاب توضیح داده می‌شود که اصطلاح "بازده وجوه سرمایه‌گذاری‌شده" اصطلاحی دقیق است و معنای محاسباتی آن غیر از بازده، بازده سرمایه، بازده سرمایه‌گذاری، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و مشابه آن‌هاست. در نتیجه، با توجه به اهداف استفاده از این کتاب و با عنایت به آموزشی بودن این ویرایش از کتاب، در بده‌بستان بین دقت و روانی متن، مترجمان وزن بیش‌تری به دقت داده‌اند.

متون علمی تمام رشته‌ها پر از اصطلاحات تخصصی است و برگردان صحیح آن‌ها به زبان مادری گاه چالش‌ناپذیر است. مالی نه تنها از این قاعده مستثنی نیست، بلکه شاید بیش از سایر رشته‌ها با این دشواری‌رو در رو است. این موضوع علل متعدد دارد: عمر کوتاه این دانش در ایران و عدم توسعه بازار سرمایه باعث شده که عمده واژه‌های مالی وارداتی به نظر برسند. بازار سرمایه ایران خود مولد واژگان تخصصی نیست و بنابراین در ترجمه کتاب‌های مالی، مترجمان نمی‌توانند برای برگردانی به دست‌اندرکاران بازار رجوع کنند.

هنگام واژه‌گزینی برای اصطلاحات انگلیسی، مترجمان ابتدا تلاش کرده‌اند برابری‌های رایج در بازار سرمایه را انتخاب کنند؛ سپس، کتاب فرهنگ اصطلاحات مالی و سرمایه‌گذاری^۱ را مرجع قرار داده و نهایتاً از محدود برابری‌هایی استفاده کرده‌اند که سلیقه شخصی مترجمان بوده است.

افزوده‌های مترجمان به متن ترجمه آن‌قدر ناچیز است که به اشاره نیامده است. بنابراین، این کتاب صرفاً ترجمه متن انگلیسی باقی مانده است. مترجمان قصد دارند ترجمه متن کامل کتاب انگلیسی را تهیه و به بازار عرضه کنند. انتشار تدریجی این فایده را دارد که ویرایش دائمی متن میسر و با دریافت نظریات خوانندگان، اشکالات ترجمه برطرف می‌شود.

حسین عبده تبریزی

هادی لاری

بهار ۱۳۹۱

abdoh@abdoh.net

hadi_lari@yahoo.com

درباره نویسندگان

تمامی نویسندگان این کتاب از مشاوران فعلی یا پیشین مرکز مالی شرکتی مؤسسه مک کینزی اند کامپانی^۱ هستند. آنان مجموعاً بیش از ۵۰ سال در زمینه مشاوره و آموزش علوم مالی تجربه دارند.

مک کینزی اند کامپانی شرکت مشاوره مدیریتی است که به شرکت‌ها و سازمان‌های بزرگی که در بورس‌های بزرگ جهان فهرست شده‌اند، با هدف بهبود عملکرد آن‌ها مشاوره می‌دهد. شرکت مک کینزی با استخدام مشاوران در حدود ۱۰۰ دفتر خود مستقر در ۵۴ کشور، در زمینه مسائل راهبردی، عملیاتی، سازمانی، مالی و فن‌آوری مشاوره می‌دهد. این شرکت در تمام حوزه‌های اصلی صنعت و زمینه‌های مختلف مدیریتی صاحب تجربه گسترده است.

تیم کولر^۲ از همکاران دفتر نیویورک شرکت مک کینزی است. رهبری مرکز عملکرد مالی شرکتی در آن مؤسسه به عهده اوست و همچنین وی عضو گروه رهبری مرکز جهانی مالی شرکت‌ها نیز هست. وی در طول ۲۵ سال کار مشاوره، در زمینه راهبرد شرکت‌ها، بازارهای سرمایه، معاملات ادغام و تملک^۳ و مدیریت ارزش محور به مشتریان خود در سراسر دنیا ارائه خدمت کرده است. او رهبری فعالیت‌های تحقیقاتی شرکت در زمینه ارزشیابی و بازارهای سرمایه را عهده‌دار بوده است. کولر پیش‌تر با شرکت استرن استوارت اند کامپانی^۴ و شرکت موبایل^۵ همکاری داشته است. وی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی (MBA) خود را از دانشگاه شیکاگو^۶ گرفته است.

1. McKinsy & Cpmpany's Corporate Finance Practice (<http://www.mckinsey.com>)

2. Tim Koller

3. merger & acquisition (M&A)

4. Stern Stewart & Company (<http://www.sternstewart.com>)

5. Mobil Corporateion (<http://www.mobil.com>)

6. University of Chicago (<http://www.uchicago.edu>)

مارک گودهارت^۱ متخصص ارشد دفتر آمستردام^۲ شرکت مک‌کینزی و رهبر مرکز مالی شرکتی اروپاست. گودهارت در ۱۵ سال گذشته در زمینه اصلاح ساختار، بازارهای سرمایه و معاملات ادغام و تملک به مشتریان خود در سراسر اروپا ارائه خدمت کرده است. وی به عنوان استادیار در دانشگاه اراسموس^۳ شهر روتردام^۴ به تدریس علوم مالی مشغول است و خود در همین دانشگاه مدرک دکترای مالی گرفته است.

دیوید وسلز^۵ استاد مدعو مدرسه وارتون^۶ دانشگاه پنسیلوانیا^۷ در زمینه علوم مالی است. او که از سوی مجله بیزنس ویک^۸ به عنوان یکی از بهترین استادان مدارس کسب و کار^۹ آمریکا لقب گرفته، عمدتاً در کلاس‌های کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی و کارشناسی ارشد مدیریت اجرایی (EMBA) درس می‌دهد. وسلز مدیر گروه آموزش‌های اجرایی مدرسه وارتون نیز هست و در واحد توسعه مدیریت اجرایی چندین شرکت از مجموعه فورچون ۵۰۰^{۱۰} نیز کار می‌کند. او که از مشاوران اسبق شرکت مک‌کینزی است، مدرک دکترای خود را از دانشگاه کالیفرنیا^{۱۱} در شهر لس‌آنجلس دریافت کرده است.

1. Marc Goedhart

2. Amsterdam

3. Erasmus University (<http://www.cur.nl/english>)

4. Rotterdam

5. David Wessels

6. Wharton School (<http://www.wharton.upenn.edu>)

7. University of Pennsylvania (<http://www.upenn.edu>)

8. Business Week (<http://www.businessweek.com/magazine>)

9. business

10. Fortune 500 (<http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500>)

11. University of California (<http://www.universityofcalifornia.edu>)

پیش‌گفتار

اولین چاپ این کتاب در سال ۱۹۹۰ به بازار آمد و اکنون ترجمه پنج فصل از ویرایش پنجم آن به شما عرضه می‌شود که در سال ۲۰۱۰ منتشر شده است. این کتاب در همه دنیا خوانندگان پرطرفدار دارد زیرا رویکرد این کتاب ریشه در اصول جهانی اقتصاد دارد. گرچه متن این کتاب همواره با افزایش تجربیات نگارندگان و رشد متداوم کسب‌وکار و علوم مالی^۱ به روز رسانی شده، اما اصول جهانی آن دستخوش تغییر نشده است.

در این ۲۰ سال، تاریخ کسب‌وکار دوره جالب‌توجهی را سپری کرده و مدیران و سرمایه‌گذاران هنوز با فرصت‌ها و چالش‌های نوظهور این دوره روبه‌رو هستند. حوادث بحران اقتصادی سال ۲۰۰۷ و رونق و سقوط شرکت‌های اینترنتی در دهه گذشته، نشان داد که اصول اساسی ارزش‌آفرینی، قوانین عمومی اقتصاد بوده و همواره و در هر شرایطی کاربرد دارد. از این رو، قیمت بالای سهام در دوران حباب^۲ شرکت‌های اینترنتی که حکایت از پیش‌بینی سود فوق‌العاده بالا برای این شرکت‌ها داشت، حائز اهمیت نبود، زیرا برعکس مدعای برخی از افراد، هیچ "اقتصاد جدید"ی بنا نشده بود به همین منوال سود فوق‌العاده بالای حوزه مالی طی دو سال پیش از شروع بحران مالی سال ۲۰۰۷ نیز افراطی بود. زیان‌های متعاقب بحران سال ۲۰۰۷ خود گواهی بر این مدعاست. قوانین رقابت باید به سرمایه‌گذاران هشدار می‌داد که آن سودهای خارق‌العاده غیرواقعی است و نمی‌توانست پایدار بماند.

همین طور در ۲۰ سال گذشته ثابت شده است در برخی از مواقع، شاید بازار سهام معیار قابل‌اتکایی برای ارزش بخشی از شرکت‌ها نبوده است. این مطلب نشان می‌دهد که

1. finance

2. bubble

مدیران همواره باید ارزش ذاتی^۱ شرکت خود و نحوه ارزش‌آفرینی را درک کنند. برداشت معقول از ارزشیابی و مهارت استفاده از آن جهت هدایت تصمیمات مرتبط با کسب‌وکار، شرط لازم موفقیت هر شرکت است.

چرا باید این کتاب را بخوانیم

همه مدیران عامل^۲، مدیران کسب‌وکار و مدیران مالی متوجه عمق مفهوم ارزش نیستند، هر چند اگر بخواهند کار خود را به نحو احسن انجام دهند و مسئولیت‌های خود را اجرایی کنند، باید این مفهوم را کاملاً درک نمایند. کتاب حاضر می‌کوشد این ضرورت را برای آنان توضیح دهد. این کتاب در ابتدا کتابچه‌ای در دست مشاوران شرکت مک‌کینزی بود و مطالب عملی این کتاب ریشه در همان کتابچه دارد. شرکت مک‌کینزی این کتاب را منتشر کرده است تا مدیران فعلی و آتی از آن بهره‌مند شوند، بویژه کسانی که می‌خواهند شرکتی ارزش‌آفرین داشته باشند. این کتاب برای سرمایه‌گذاران شرکت‌ها نیز کاربرد دارد. هدف کتاب رمزگشایی از موضوع ارزشیابی و روشن کردن رابطه بین راهبرد^۳ و دانش مالی است. گرچه این کتاب، به کتاب درسی رایج دانشگاه‌ها بدل شده است، اما در عین حال خودآموزی است برای مدیران اجرایی و امید می‌رود که خوانندگان آن را بارها و بارها به کار ببرند. این کتاب از جنس کتاب‌های قطور دکوری نیست، و اگر مؤلفان کار خود را به خوبی انجام داده باشند، هر صفحه آن باید پر از خط کشی، حاشیه نویسی و علامت‌گذاری شود.

پیام این کتاب ساده است و می‌گوید کامیابی شرکت‌ها در هنگامی است که برای سهامداران خود ارزش اقتصادی واقعی خلق کنند. شرکت‌ها زمانی ارزش خلق می‌کنند که نرخ بازده سرمایه‌گذاری آن‌ها بیش‌تر از هزینه سرمایه^۴ شرکت باشد. این دو جمله ساده در هر زمان و مکانی صادق است. این کتاب شرح می‌دهد که چرا این دو اصل اساسی ارزش‌آفرینی اصولی صحیح است و شرکت‌ها چه طور می‌توانند با به کارگیری این اصول در

1. intrinsic value

2. CEO

3. strategy

4. cost of capital

تصمیمات خود، ارزش را افزایش دهند. این کتاب روش‌های عملی پیاده کردن اصول یادشده را نیز در تصمیم‌گیری‌ها نشان می‌دهد.

هدف فصول فنی این کتاب، تشریح گام به گام نحوه صحیح ارزشیابی است. مؤلفان چارچوب ارزشیابی را همان گونه برای خوانندگان شرح می‌دهند که در کار مشاوره از آن استفاده کرده‌اند، و سپس با افزودن مطالعات موردی، فرایند آموزش را کامل می‌کنند. این کار به خواننده توان مضاوت عملیاتی می‌دهد که ارزشیابی را انجام دهد و از نتایج آن استفاده کند. فصول مدیریتی نیز به همین اندازه حائز اهمیت است. خواننده می‌تواند از این فصول برای تصمیم‌گیری میان گزینه‌های مختلف استفاده کند. بویژه این فصول به مدیران کسب‌وکار کمک می‌کند تا درک کنند که چه طور:

• ارزش راهبردهای مختلف را تخمین زده و یکی از گزینه‌های موجود را برای کسب‌وکار انتخاب کنند.

• راهبرد سبد کسب‌وکارهای شرکت را تنظیم کنند. برای این کار باید بدانند که شرکت مادر با تملک^۱ کدام کسب‌وکارها می‌تواند موقعیت خود را بهبود بخشد و کدام کسب‌وکار ممکن است تحت مالکیت سایر مالکان عملکرد بهتری داشته باشد.

• معاملات عمده از قبیل تملک، واگذاری^۲ و اصلاح ساختار^۳ را ارزیابی کنند.

• نظام مدیریت عملکرد^۴ شرکت را ارتقاء دهند. این کار باید به صورتی انجام شود که بخش‌های مختلف سازمان در مسیر ارزش‌آفرینی هم‌سو شوند.

• با سرمایه‌گذاران ارتباط مؤثر داشته باشند. برای این کار باید بدانند که با چه کسی حرف بزنند و از چه کسی حرف‌شنوی داشته باشند و این کار را چه طور انجام دهند.

• ساختار سرمایه^۵ مؤثری را طراحی کنند. این ساختار نه تنها باید از راهبرد شرکت پشتیبانی کند، بلکه باید ریسک تنگنای مالی^۶ را نیز کمینه نماید.

1. acquisition

2. divestiture

3. restructuring

4. performance management system

5. capital structure

6. financial distress

ساختار این کتاب

در چاپ پنجم این کتاب، به کاربرد عملی دانش مالی بیش‌تر توجه شده است تا کتاب بتواند پاسخگوی مشکلات واقعی کسبوکار باشد. در این چاپ، حوادث اقتصادی دهه گذشته، پیشرفت‌های تازه دانش مالی و تجربه نویسندگان گنجانده شده است. این نسخه از کتاب، در شش بخش تنظیم شده (که فقط ترجمه بخش اول آن را در این جا می‌یابید) و هر بخش بر موضوعات خاصی تمرکز دارد که به شرح زیر است:

بخش یک (کتاب حاضر)، مبانی ارزش؛ نمای کلی ارزش‌آفرینی را نشان می‌دهد. در این بخش اشاره می‌شود که به‌رغم آشفتگی بازار سرمایه در سال‌های اخیر، مدیران باید همچنان بر ارزش‌آفرینی بلندمدت تمرکز کنند. دو اصل اساسی ارزش‌آفرینی توضیح داده می‌شود: اولاً این که بازده سرمایه^۱ و رشد^۲ محرک جریان نقدی^۳ و جریان نقدی محرک ارزش است و ثانیاً اصل بقای ارزش^۴. این اصل می‌گوید: هر آن چه جریان نقدی را افزایش ندهد، ارزش خلق نمی‌کند، مگر این که ریسک را کاهش دهد. در این بخش، یک فصل به بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده و یک فصل به رشد اختصاص یافته است. اصول راهبردی و دیدگاه‌های تجربی مرتبط با این مفاهیم در این فصول گنجانده شده است.

بخش دو، فنون اصلی ارزشیابی؛ راهنمایی است که می‌توان از آن برای ارزشیابی جریان نقدی تنزیل‌شده^۵ هر شرکت استفاده کرد. در این بخش خواننده می‌آموزد که عملکرد تاریخی را تحلیل کند، جریان نقدی آزاد را پیش‌بینی کند، هزینه سرمایه متناسب را تخمین بزند، منابع ارزش را تشخیص دهد و نتایج را تفسیر نماید. همین طور روشن می‌شود که چه طور می‌توان از ضرایب^۶ شرکت‌های هم‌گروه جهت تکمیل ارزشیابی جریان نقدی تنزیل‌شده استفاده کرد.

بخش سه، ارزش ذاتی و بازار سهام؛ با ارائه شواهد تجربی نشان می‌دهد که قیمت سهام تابع اصول اساسی ارزش‌آفرینی است. این بدان معناست که قیمت سهام تحت تأثیر مدیریت

1. return on capital

2. growth

3. cash flow

4. conservation of value

5. discounted cash flow (DCF)

6. multiple

عایدی^۱، نتایج حسابداری یا عوامل نهادی معاملاتی مثل پذیرش یک شرکت در چند بورس مختلف (پذیرش چندگانه^۲) قرار نمی‌گیرد. همچنین این بخش به بررسی شرایط نادری می‌پردازد که طی آن، قیمت سهام برخی شرکت‌ها (یا در موارد بسیار نادر کل بازار) موقتاً از اصول اساسی ارزش‌آفرینی دور می‌شود. فصل آخر این بخش شرح خواهد داد که چه چیز موجب کارایی^۳ بازار سهام می‌گردد، کدام سرمایه‌گذاران دامنه قیمت سهام شرکت را تعیین می‌کنند و آثار نفوذ آنان بر نوسان قیمت برای مدیران کدام است.

بخش چهارم مدیریت برای ارزش؛ از اصول ارزش‌آفرینی در تصمیمات عملی پیش روی مدیران استفاده می‌کند. این بخش توضیح می‌دهد که چه طور می‌توان سبد کسب‌وکارهای شرکت را طراحی کرد؛ با ادغام، تملک و واگذاری ارزش‌آفرینی کرد؛ ساختار سرمایه مناسب شرکت را شکل داد؛ و ارتباط مناسب با بازارهای مالی^۴ برقرار کرد.

بخش پنجم، مسائل پیشرفته ارزشیابی؛ شرح می‌دهد که موضوعات پیچیده‌ای چون مالیات^۵، بازنشتی^۶، ذخایر^۷، تورم^۸ و ارز^۹ را چه طور می‌توان تحلیل کرده و در ارزشیابی وارد کرد. همین‌طور ارزشیابی جامعی از شرکت آب‌وسازی هلندی هاینیکن^{۱۰} ارائه می‌شود. در این مطالعه موردی، نحوه استفاده از هر دو فاکتور اصلی و پیشرفته ارزشیابی شرح داده می‌شود.

بخش ششم، شرایط خاص؛ به ارزشیابی در شرایط پیچیده اختصاص یافته است. چالش‌های ارزشیابی شرکت‌های پررشد، شرکت‌های فعال در بازارهای نوظهور^{۱۱}،

1. earning

2. cross-listing

3. efficient

4. financial markets

5. tax

6. pension

7. reserves

8. inflation

9. foreign currency

10. Heineken N. V. (<http://www.heineken.com>)

11. emerging markets

شرکت‌های چرخه‌ای^۱ و بانک‌ها بررسی می‌شود. به علاوه نشان داده می‌شود که چه طور عدم قطعیت^۲ و انعطاف‌پذیری^۳ بر ارزش تأثیر می‌گذارد. در این بخش نحوه استفاده از نظریه قیمت‌گذاری اختیار معامله^۴ و درخت تصمیم‌گیری^۵ در ارزشیابی شرح خواهد شد.

مطالب جدید چاپ پنجم

بیش‌تر مطالعات موردی و تحلیل‌های تجربی به‌روز رسانی شده و تغییرات قوانین حسابداری در آن‌ها انعکاس یافته است. مثال‌ها و داده‌ها از ایالات متحده و اروپا انتخاب شده تا چشم‌انداز کتاب جهانی باشد. مترجمان در مواردی نکاتی منطبق بر قوانین و شرایط ایران بر کتاب افزوده‌اند.

به منظور تسهیل در جستجوی مطالب، فصول بلند چاپ‌های قبلی به چند فصل کوتاه‌تر تبدیل شده است؛ از این رو حجم مطالب هر فصل قابل‌مدیریت شده و خواننده می‌تواند سرفصل‌های مهم را سریع‌تر بیابد. به علاوه، بخش جدیدی در مورد مسائل پیشرفته ارزشیابی به کتاب افزوده شده تا این سرفصل از بخش فنون اصلی ارزشیابی حذف شود. این کار بخش فنون اصلی ارزشیابی را کوتاه‌تر و مطالعه آن را ساده‌تر کرده است؛ هم‌چنین فضای بیشتری به مؤلفان داده است تا به سرفصل‌های پیشرفته اختصاص دهند.

یکی از موضوعات مهم اضافه‌شده به کتاب، بحث تفصیلی در مورد بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده^۶ و رشد در دو فصل جدید از بخش یک (کتاب حاضر) می‌باشد. فصل جدید بازده وجوه سرمایه‌گذاری شده، ارتباط بین این نرخ و راهبرد متناسب کسب‌وکار را نشان می‌دهد. این امر به مدیران اجرایی کمک می‌کند تا ارزیابی کنند که آیا راهبرد آنان می‌تواند منجر به بازده سرمایه بالا و پایدار شود. در فصل جدید با عنوان رشد، تأثیر انواع رشد بر روی ارزش بررسی می‌شود؛ این امر به شرکت‌ها در اولویت‌بندی اقدامات مختلف رشد کمک می‌کند.

-
1. cyclical companies
 2. uncertainty
 3. flexibility
 4. option pricing theory
 5. decision tree
 6. return on invested capital (ROIC)

نهایتاً این توضیح ضروری است که بخش سه کتاب کاملاً جدید است و با بازار سهام سروکار دارد. مثل چاپ‌های قبلی کتاب، در این جا نیز نشان می‌دهیم که ارزش بازار سهام، معمولاً عملکرد اقتصادی بنیادین شرکت را بازتاب می‌دهد. این بدان معناست که بازار فریب حقه‌های حسابداری بکاررفته برای آرایش نتایج را نمی‌خورد. از طرفی در چاپ پنجم بحث گسترده‌تری ارائه شده که ناکارایی‌های گاه‌به‌گاه بازار را بررسی می‌کند. هم‌چنین نقطه نظرهای جدیدی در مورد تقسیم‌بندی سرمایه‌گذاران، تأثیر هر گروه از سرمایه‌گذاران بر بازار و آثار این تقسیم‌بندی برای مدیران اجرایی ارائه شده است.